Verkoopadvies ASR Nederland

NL financial investments

november 2015

Inhoudsopgave

Voorwoord

Met deze brief adviseert de Stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen, handelend onder de naam NLFI, de minister van Financiën over het terugbrengen van de door NLFI gehouden aandelen in ASR Nederland (ASR) naar de private sector. Dit advies is een vervolg op onze adviezen uit augustus 2013 en mei 2014, waarin wij de diverse verkoopmogelijkheden betreffende ASR behandelden tezamen met toekomstplannen voor andere financiële deelnemingen die worden gehouden door NLFI. Het advies omvat een eigenstandig oordeel van NLFI ten aanzien van:

i. de gereedheid van ASR voor het terugkeren naar de private sector

ii. de beursintroductie als geadviseerde verkooproute

iii. de geadviseerde governance en beschermingsmaatregelen

Dit advies is mede tot stand gekomen op basis van een intensieve en constructieve samenwerking tussen NLFI en ASR.

Voorts zijn wij dank verschuldigd aan het ministerie van Financiën voor het weergeven van zijn zienswijze op concept versies van dit advies. Ook met De Nederlandsche Bank hebben wij van gedachten kunnen wisselen tijdens het opstellen van dit advies.

Daarnaast hebben gesprekken plaatsgevonden met een aantal zakenbanken, financieel en juridische adviseurs, marktpartijen, overkoepelende organisaties van (institutionele) beleggers en diverse andere deskundigen die hun opinies met ons hebben gedeeld. Allen die hebben bijgedragen aan de totstandkoming van dit advies zijn wij zeer erkentelijk.

NLFI,

november 2015.

Samenvatting & conclusies

Met deze brief adviseert NLFI u over de verkoopstrategie om de door NLFI gehouden aandelen in ASR terug te brengen naar de private sector. Dit ook overeenkomstig de wettelijke doelstelling van NLFI zoals neergelegd in de Wet stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen (Wet NLFI)[1]. Indien de Nederlandse Staat NLFI daartoe machtigt zal NLFI deze strategie namens de Staat uitvoeren.

In de parlementaire behandeling tot heden is vastgesteld dat ASR terug naar de markt kan als de financiële sector voldoende stabiel is, er voldoende interesse is in de markt en de onderneming er gereed voor is. Het uitgangspunt hierbij is om zoveel als mogelijk van de totale kapitaaluitgaven van de Staat in verband met ASR terug te verdienen. De kapitaaluitgaven, exclusief rentelasten, bedroegen voor ASR EUR 3,65 mlrd. Sinds het boekjaar 2011 heeft de Staat EUR 397 mln aan dividenden van ASR ontvangen.

Aan de randvoorwaarden voor verkoop wordt voldaan, hetgeen in dit advies nader wordt toegelicht. Indien de minister van Financiën en de Tweede Kamer akkoord gaan met de door NLFI voorgestelde verkoopstrategie dan zal de prioriteit liggen op het op korte termijn voorbereiden van een verkoop via een succesvolle uitvoering van een beursintroductie van ASR. Hierbij wordt gestreefd – afhankelijk van marktomstandigheden - naar een beursintroductie in de eerste helft van 2016.

De robuuste solvabiliteit, het strategisch plan en de geprognosticeerde resultaatontwikkeling in de komende jaren geven aanleiding tot de verwachting dat het mogelijk is om de kapitaaluitgaven terug te verdienen in de periode waarin het volledige belang wordt afgebouwd. Pas op het moment van daadwerkelijke verkoop van het laatste aandeel is de exacte opbrengst duidelijk. NLFI adviseert om voorafgaande aan verkoop geen nadere uitspraken te doen over de opbrengstverwachting.

NLFI en ASR hebben samen met hun respectievelijke adviseurs het onderzoek naar het duale verkoopproces afgerond. Uit het onderzoek hebben zich geen alternatieven ontwikkeld die ten aanzien van de strategische ontwikkeling van ASR en het risico/rendement profiel van de Staat als aandeelhouder meerwaarde opleveren ten opzichte van het IPO scenario. NLFI adviseert u derhalve om de voorbereidingen op een beursintroductie (IPO[2]) zodanig voort te zetten dat een IPO in de eerste helft van 2016 tot de mogelijkheden behoort.

NLFI verzoekt u om een machtiging voor uitvoering van het verkoopproces zoals beschreven in dit advies.

Onderzoek duaal verkoopproces

In mei 2014 gaf NLFI aan dat enkele partijen interesse getoond hadden in de acquisitie van ASR als geheel, maar dat dit niet had geleid tot een concreet voorstel. Dit is sindsdien ongewijzigd. Tijdens de duaal verkoopproces onderzoeksfase, uitgevoerd door NLFI, haar adviseurs en ASR in de afgelopen maanden, betreffende mogelijke onderhandse verkoop is gebleken dat voldoende concrete en aantrekkelijke voorstellen niet op korte termijn worden verwacht. Potentiele interesse wordt onder meer beoordeeld op financieel economische aantrekkelijkheid, bijvoorbeeld versus verwachte IPO opbrengst, als ook op de strategisch toegevoegde waarde voor ASR.

[1] Artikel 3, tweede lid, onderdeel b, sub 1° van de Wet NLFI.
[2] Afkorting van Initial Public Offering.

Het succesvol aantrekken van voorwaardelijke financiering door ASR, voor een eventuele acquisitie van Vivat / Reaal in 2014, toont aan dat de rationale van consolidatie in de Nederlandse verzekeringssector gedeeld wordt door investeerders. Hierbij wordt opgemerkt dat het voornamelijk meer opportunistische investeerders betrof die een kans zagen te profiteren van de te behalen synergetische voordelen van consolidatie. Vooronderzoek door NLFI en ASR heeft uitgewezen dat deze investeerders onvoldoende geïnteresseerd zijn in de acquisitie van ASR als geheel zonder de directe vooruitzichten op synergetische voordelen. ASR heeft begin 2015 besloten om geen bieding uit te brengen op de aandelen Vivat / Reaal aangezien het onvoldoende toegevoegde waarde voor de strategie van ASR opleverde in verhouding tot de door de vennootschap ingeschatte risico's. ASR heeft aangegeven dat de beoordeling van een samengaan met Vivat / Reaal ongewijzigd is na de verkoop door SNS REAAL aan Anbang.

Uit het vooronderzoek wordt een aan een IPO volledig parallel te doorlopen proces voor potentieel geïnteresseerde partijen als niet kansrijk beschouwd. Vanwege de nadelen die kleven aan een dergelijk belastend proces wordt geadviseerd om prioriteit te geven aan het nu op korte termijn tot een succesvolle uitvoering van een IPO te komen en alleen de uitvoerende processtappen van een IPO te doorlopen.

Beursintroductie (IPO)

Het track record dat het ASR management heeft opgebouwd, ook in de aandachtsgebieden die in eerdere exitadviezen van NLFI zijn beschreven, is goed. ASR presteert zowel wat betreft solvabiliteit en winstgevendheid binnen de sector op hoog niveau. Daarnaast gesteund door de monetaire expansie van centrale banken wereldwijd en de Europese Centrale Bank in het bijzonder zijn aandelenwaarderingen door beleggers marktbreed gestegen. De combinatie van deze aspecten pleit ervoor om op korte termijn een IPO proces voor te bereiden en te doorlopen. De verwachting is dat ASR gereed zal zijn om een IPO reeds in de eerste helft van 2016 te kunnen realiseren. De laatste verbeteringen aan de positionering en rapportages worden gemaakt.

De markt voor IPO's is de afgelopen periode zeer aantrekkelijk gebleken en de hoop is dat dit nog enige tijd aan zal houden. Recente IPO's in Nederland en van verzekeraars in Europa zijn succesvol gebleken tegen aantrekkelijke waarderingen en positieve koersontwikkelingen na introductie. Het meest aansprekende voorbeeld hiervan is de IPO van Nationale Nederlanden in 2014. ING Group heeft haar aandeel in Nationale Nederlanden sinds de IPO afgebouwd tot circa 25% per 1 oktober 2015. Op 20 november 2015 is een aanvang gemaakt met de verkoop van het belang dat de Nederlandse Staat houdt in ABN AMRO Group N.V. door middel van een IPO. De ervaringen die in dat verkoopproces zijn opgedaan zullen benut worden bij de voorbereidingen op een verkoop van het belang dat wordt gehouden in ASR.

De minimale omvang van de beursgang zal medebepaald worden door de hoogte van de waardering bij IPO en door de *free float*[3] die nodig is om de gewenste liquiditeit van het aandeel na introductie en de daaraan gerelateerde doelgroep van investeerders te bereiken. NLFI is van oordeel dat gegeven de huidige marktomstandigheden en waarderingsniveau's een relatief grote omvang van de IPO-tranche tot de mogelijkheden behoort. NLFI acht een IPO omvang van 30% tot maximaal 50% reëel.[4] NLFI adviseert om in de voorbereidingen op een eventuele IPO het gebruik van verschillende opties te onderzoeken en te benutten indien wenselijk. Onder meer kan gedacht worden aan het gebruik van een *green shoe*, het aantrekken van *cornerstone investors* en de uitgifte van *warrants* door ASR aan NLFI.

[3] Betreft de marktwaarde van de vrij verhandelbare aan de beursgenoteerde aandelen.
[4] NLFI sluit niet uit dat bij aantrekkelijke waarderingen en voldoende mate van interesse overwogen kan worden de omvang te vergroten tot een kleine meerderheid van de aandelen van ASR.

Governance bij een eventuele beursintroductie

Op dit moment is het verlicht structuurregime van toepassing op ASR[5]. Het moment van IPO houdt in dat het (volledig) structuurregime in werking treedt. Dit betekent onder meer dat de bevoegdheid om leden van de raad van bestuur te benoemen en te ontslaan verschuift van de aandeelhoudersvergadering naar de raad van commissarissen. Het structuurregime biedt daarmee de facto - indirect – voor de vennootschap een vorm van bescherming tegen een onwenselijk overnamebod of activistische aandeelhouders, omdat aandeelhouders niet de bevoegdheid hebben om bestuurders te benoemen.

NLFI adviseert u in lijn met de wens van ASR, voor aanvang van verkoop in de statuten van de vennootschappen[6] elementen op te nemen die de maatschappelijke rol waarborgen. Het gaat daarbij om de rol die de vennootschap in de economie vervult, dat klanten adequaat bediend worden en dat de vennootschap binnen aanvaardbare risicogrenzen opereert.

NLFI adviseert u om, in lijn met een eerder advies, bij een IPO het resterende financiële belang van de Staat in de vennootschap te beschermen door gebruikmaking van statutair verankerde gekwalificeerde meerderheden bij besluitvorming binnen de aandeelhoudersvergadering over bepaalde belangrijke onderwerpen. De zeggenschap van NLFI zal effectief zijn tot het moment dat haar belang daalt tot een derde of minder van het uitstaande geplaatste aandelenkapitaal. NLFI adviseert u de additionele zeggenschapsbevoegdheden beperkt te houden, maar onder meer te laten zien op besluiten omtrent belangrijke veranderingen in de identiteit of het karakter van de vennootschap[7]. Deze bevoegdheid stelt NLFI als aandeelhouder in staat om bijvoorbeeld bij ongewenst aandeelhoudersactivisme materieel invloed uit te kunnen oefenen.

Mede naar aanleiding van de motie Nijboer in 2013 betreffende de verkoop van ASR is NLFI van oordeel dat verdere bescherming van ASR wenselijk is en bereikt kan worden zonder afbreuk te doen aan de doelstellingen van de verkopende aandeelhouder. NLFI adviseert u derhalve om bij een IPO ASR te voorzien van een beschermingsconstructie. NLFI stelt voor om, gelijk aan beursgenoteerde branchegenoten en een veel gebruikte structuur, een stichting continuïteit op basis van preferente aandelen in te richten voor ASR. In 2014 heeft ook Nationale Nederlanden dit voorafgaande aan haar IPO gedaan. Ook de beursgenoteerde verzekeraar Delta Lloyd heeft een vergelijkbare vorm van bescherming. AEGON hanteert een enigszins andere vorm van bescherming met de Vereniging AEGON als houder van een aparte aandelenklasse.

Wanneer het resterende belang van NFLI daalt tot een derde of minder van het uitstaande geplaatste aandelenkapitaal, kan een aan de vennootschap gelieerd beschermingsinstrument worden geactiveerd met preferente aandelen. De stichting continuïteit heeft de mogelijkheid om in bepaalde omstandigheden ervoor te kiezen (call-optie) tijdelijk een pakket aan preferente aandelen te houden waarmee de stichting de feitelijke zeggenschap verkrijgt. Op deze wijze kan bescherming worden geboden tegen bijvoorbeeld een onwenselijk overnamebod, in een situatie waarin NLFI deze bescherming niet meer kan bieden. Zolang NLFI meer dan een derde van de aandelen in ASR houdt behoeft de stichting continuïteit de voorafgaande goedkeuring van NLFI om de call optie uit te oefenen tot het verkrijgen van preferente aandelen. Bij het uitoefenen van de call-optie zal de stichting continuïteit een verklaring van geen bezwaar moeten aanvragen bij de toepasselijke toezichthouder(s), in de huidige constellatie De Nederlandsche Bank. In het hoofdstuk over governance wordt kort nader toegelicht waarom niet wordt gekozen voor certificering zoals het geval was in het advies over ABN AMRO.

---

[5] Het verlicht structuurregime is van toepassing omdat de Staat 100% van de aandelen in ASR Nederland N.V. houdt.

[6] ASR Nederland N.V. en de onder DNB toezicht staande juridische entiteiten die daarvan deel uitmaken.

[7] Zie artikel 107a boek 2 van het Burgerlijk Wetboek. In het hoofdstuk over governance is een beperkte, maar uitgebreidere lijst opgenomen.

Tenslotte gaat NLFI in dit advies in op de vraag of bij de verkoop van ASR loyaliteitsaandelen zouden moeten worden ingevoerd. Omdat er onduidelijkheid bestaat over de voordelen bij de toepassing van loyaliteitsaandelen, terwijl er – ook volgens investeerders – aanzienlijke nadelen en risico's aan kleven, adviseert NLFI dit niet in te voeren.

Overig

Bij het opstellen van dit advies heeft NLFI zijn statutaire doelomschrijving als leidraad genomen. Bij de uitoefening van de wettelijke taak en de aan de aandelen verbonden rechten richt NLFI zich primair naar het financieel-economische belang van de Staat[8], daarbij rekening houdend met de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden ondernemingen en de daarbij betrokken werknemers.

Dit brengt onder meer mee dat NLFI bij het opstellen van dit advies de belangen van de diverse stakeholders van ASR in aanmerking heeft genomen. NLFI heeft bij het opstellen van dit advies onder meer contact onderhouden met DNB en uiteraard de vennootschap zelf. Bijgevoegd vindt u ook brieven van zowel de vennootschap (raad van bestuur en raad van commissarissen) als van de ondernemingsraad van ASR in reactie op dit advies van NLFI.

Gedurende het verkoopproces zal NLFI contact onderhouden met de toezichthouder ten einde vast te stellen dat ook de belangen van polishouders zijn gewaarborgd. Ook zal NLFI in de voorbereiding en na aanvang van verkoop de aan de medezeggenschap toekomende adviesrechten ingevolge de Wet op de ondernemingsraden zorgvuldig behandelen binnen de grenzen van goede governance verhoudingen zoals die zijn vastgelegd in wet- en regelgeving en codes.

[8] Het financieel-economisch belang van de Staat is gekoppeld aan de door NLFI (handelsnaam) uitgegeven royeerbare certificaten tegenover het houden van de aandelen in de vennootschappen.

Geschiedenis parlementaire behandeling verkoop ASR

De verkoopmogelijkheden voor ASR zijn in de afgelopen jaren enkele keren onderwerp van discussie geweest tussen u en de Tweede Kamer.

Randvoorwaarden voor verkoop

Zoals in 2011 met de Tweede Kamer besproken kan ASR terug naar de markt als de financiële sector voldoende stabiel is, er voldoende interesse voor de aandelen is en de onderneming er gereed voor is. Deze randvoorwaarden zijn ook benoemd in het regeerakkoord van oktober 2012[9] en heeft NLFI meegenomen in het onderhavige advies. Het streven hierbij is om zoveel als mogelijk van de totale kapitaaluitgaven van de Staat terug te verdienen. Dit streven heeft u ook verwoord in uw brieven aan de Tweede Kamer van augustus 2013[10] en juni 2014[11]. Voorts heeft de Staat in het staatssteuntraject met de Europese Commissie, inzake ABN AMRO Bank en Fortis Bank, aangegeven niet de intentie te hebben om een langetermijninvesteerder te willen zijn in de in 2008 genationaliseerde entiteiten[12].

Parlementaire behandeling verkoopadvies augustus 2013

In het verkoopadvies van NLFI van augustus 2013 is uitgebreid stilgestaan bij de verkoopmogelijkheden van ASR. Ook de minister heeft in zijn brief van dezelfde datum zijn visie gegeven op de verkoopmogelijkheden. U nam daarin het advies van NLFI over dat ASR zich verder kon gaan voorbereiden op een duaal verkoopproces. Na debat in de Tweede Kamer zijn enkele moties ingediend. Eén motie (#47) van het lid Nijboer met betrekking tot ASR werd aangenomen. In dit advies komt het onderwerp van deze motie aan de orde. U wordt in de motie verzocht om in overweging te nemen ook een beschermingsconstructie voor ASR in het leven te roepen. U heeft daarover destijds in de Tweede Kamer gezegd:

> *"… Ik ben er zeer toe bereid dat in overweging te nemen. Ik heb wel nadrukkelijk beargumenteerd wat in mijn ogen het verschil is tussen de verzekeringssector en de positie van ASR daarin, en bijvoorbeeld ABN in het bankenlandschap. […] Bij ASR en in de verzekeringsmarkt ligt dat echt een slag genuanceerder, daar gaat consolidatie plaatsvinden. Dat zie je van verre aankomen. Er gaat dus de komende jaren het nodige veranderen in de verzekeringswereld in Nederland. ASR en overigens ook het verzekeringsdeel van SNS Reaal zullen daar een rol in vervullen. Dat betekent dat een overname op zichzelf denkbaar is als een van de toekomstperspectieven. Ik constateer ook dat de motie niet bedoeld is om een overname van ASR per definitie tegen te gaan. Ik zal het verder in overweging nemen en dan komen we daarop terug, zodra we met de concrete plannen komen voor ASR …"*

Daarnaast heeft u in de parlementaire behandeling toegezegd om de samenhang tussen consolidatie in de verzekeringssector en behoud van voldoende concurrentie mee te laten wegen in uw besluit. NLFI signaleert dat de verzekeringsmarkt een zeer concurrerende is, waarbij op onderdelen sprake is van overcapaciteit bij de aanbieders. Ook DNB maakt deze constateringen in haar jaarverslag over 2014. DNB stelt daarin dat de markt voor schadeverzekeringen een zeer concurrerende is vanwege het grote aantal spelers en door de opkomst van verkoop via het internet en online vergelijkingssites. DNB stelt dat de markt voor

---

[9] "… [Financiële instellingen] kunnen pas terug naar de markt als de financiële sector stabiel is. Er moet voldoende interesse zijn in de markt, de onderneming moet er klaar voor zijn en zoveel mogelijk van de totale investering van de Staat moet terugverdiend kunnen worden. Tegen deze achtergrond onderzoeken we ook andere opties dan een volledige beursgang …". Regeerakkoord VVD – PvdA, "Bruggen slaan", 29 oktober 2012.

[10] Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten-Generaal, vergaderjaar 2012-2013, 32 013, nr. 36

[11] Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten-Generaal, vergaderjaar 2013-2014, 33 532, nr. 36.

[12] Commission Decision of 5 April 2011 on the on the measures C 11/09 (ex NN 53b/08, NN 2/10 and N 19/10) implemented by the Dutch State for ABN AMRO Group NV (created following the merger between Fortis Bank Nederland and ABN AMRO), punt 87-88, OJ L 333/1, 15 December 2011.

levensverzekeringen te kampen heeft met overcapaciteit vanwege het wegvallen van een groot deel van de vraag naar individuele levensverzekeringen. Het bestaan van overcapaciteit leidt tot meer concurrentie in dit deelsegment, maar ook de andere segmenten binnen de markt voor levensverzekeringen. De beleidsmatige visie die u mogelijk heeft over de mate van concurrentie en het oordeel of dit voldoende is kan niet door NLFI worden beantwoord.

Parlementaire behandeling verkoopadvies mei 2014

Enige tijd later, in mei 2014, heeft NLFI u geïnformeerd over de ontwikkelingen inzake ASR. In dit advies is gesteld dat ASR gereed is voor de aanvang van een duaal verkoopproces. Een belangrijke ontwikkeling was daarnaast de verwachte verkoop van Vivat / Reaal door SNS Reaal. NLFI adviseerde u om ASR de mogelijkheid te bieden om een acquisitie van Vivat / Reaal te onderzoeken en het verkoopproces voor die periode tijdelijk aan te houden. U stelde in uw brief aan de Tweede Kamer[13], waarin naar dit advies van NLFI werd verwezen, het volgende:

> *"… Op korte termijn kan zowel een verkoop van Vivat / Reaal als een IPO van Nationale Nederlanden aan de orde zijn … Om deze reden adviseert NLFI het verkooptraject van ASR uit te stellen. Daarom zal ik nadat Vivat / Reaal is verkocht en een IPO van Nationale Nederlanden heeft plaatsgevonden, u informeren over de nadere uitwerking van het verkoopproces van ASR …"*

> *"… NLFI adviseert ASR toe te staan een bod uit te brengen op Vivat / Reaal. Ik zie geen reden een rol van ASR als bieder op Vivat / Reaal uit te sluiten … Ik zal uw Kamer informeren over mijn voornemen al dan niet met een overname van Vivat / Reaal door ASR akkoord te gaan, als dat aan de orde is …"*

U en de Tweede Kamer zijn ervan op de hoogte dat ASR gedegen onderzoek heeft gedaan naar het eventueel acquireren van Vivat / Reaal, maar heeft besloten om geen bindende bieding uit te brengen in het proces dat daarvoor was ingericht. SNS Reaal is met het Chinese Anbang Insurance Group de verkoop de verkoop van Vivat / Reaal overeengekomen in 2015. In lijn met uw toezegging in de brief aan de Tweede Kamer kunt u de Tweede Kamer informeren over de nadere uitwerking van het verkoopproces van ASR.

---

[13] Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten-Generaal, vergaderjaar 2013-2014, 33 532, nr. 36.

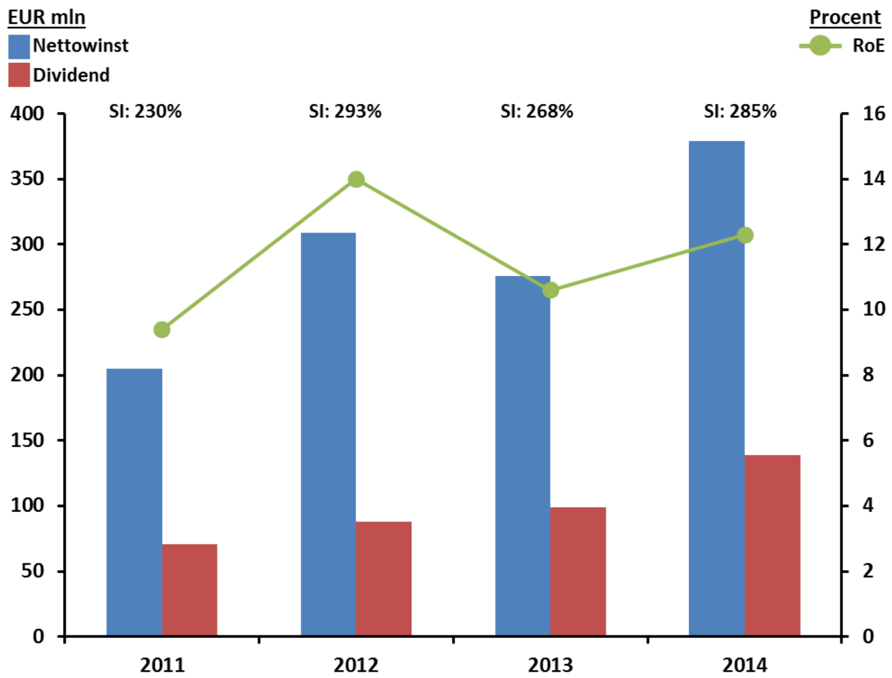
Verkoopgereedheid en prijsverwachting

Behaalde resultaten en strategie ASR

In mei 2014 heeft NLFI u geïnformeerd dat ASR gereed is voor de aanvang van een duaal verkoopproces en dat het bestuur van ASR succesvol verder heeft gebouwd aan een track record als het gaat om realisatiekracht. Op het terrein van financieel management, verslaglegging en rapportages was ASR gereed en de door NLFI gesignaleerde strategische uitdagingen werden geadresseerd. Ook wat betreft het naleven van relevante corporate governance codes was ASR gereed voor een IPO.

ASR heeft het jaar 2014 goed afgesloten en de ingezette opwaartse lijn voortgezet. Waar het segment schadeverzekeringen een zeer belangrijk aandachtsgebied was in 2013 heeft ASR aangetoond dit goed onder controle te hebben door reductie van de kostenbasis en verbetering van de claim-ratio's. De opwaartse lijn van de performance van geheel ASR die in 2010 is ingezet wordt duidelijk uit figuur 1 van de winstgevendheid en dividenduitkeringen sinds 2010. Dit ondanks de daling van de premie-inkomsten van de product categorie individuele levensverzekeringen. De solvabiliteit (Solvency I) van ASR is, ondanks bijvoorbeeld de daling van de kapitaalrentes, zeer sterk. ASR heeft recentelijk gepubliceerd dat, afhankelijk van de uiteindelijke door de toezichthouder te bepalen berekeningswijze van het standaard model, de Solvency II ratio per 2015 eind juni circa 185% bedroeg[14]. Zowel Solvency I als Solvency II zijn adequaat en voldoende robuust ook in vergelijking met branchegenoten.

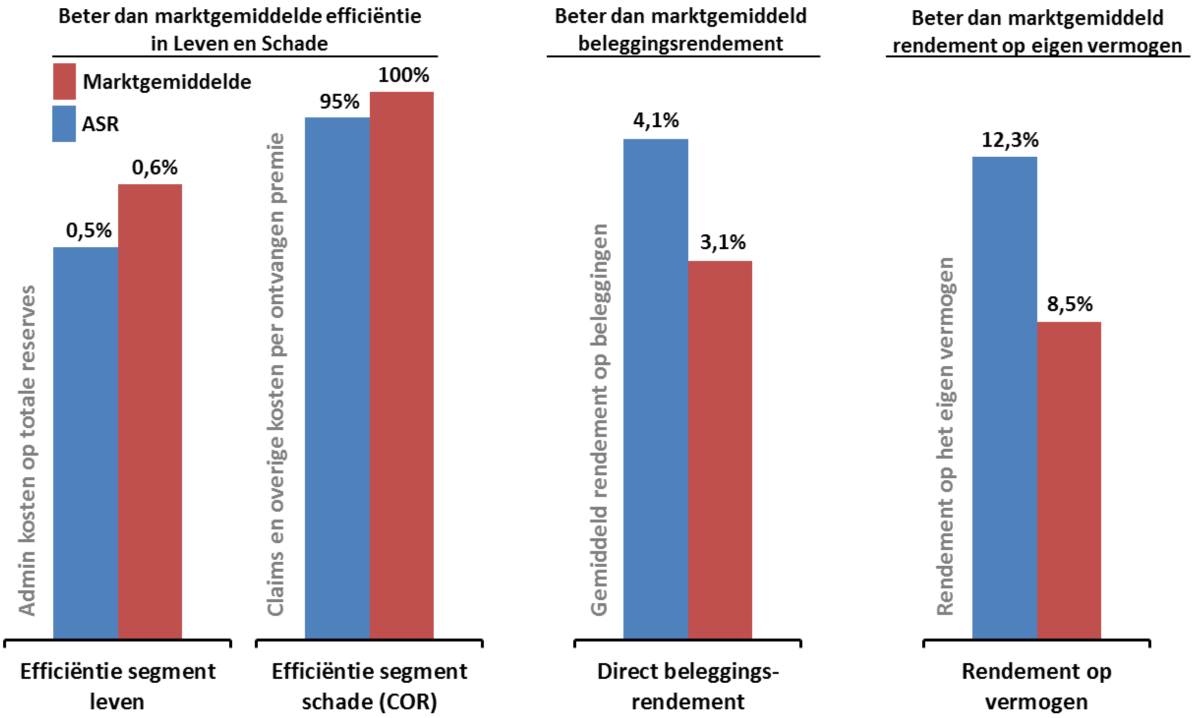
Figuur 1: Winstgevendheid en uitkering dividend 2010-2014[15]



Indien ASR wordt vergeleken met de sector op verschillende belangrijke metrieken dan zijn de prestaties zeer goed. In figuur 2 is opgenomen het gemiddelde beleggingsrendement, de efficiëntie in schade[16] en in leven en het rendement op het eigen vermogen in vergelijking met het Nederlandse marktgemiddelde. De combinatie hiervan met de sterke solvabiliteit, figuur 3, toont de kracht van ASR.

[14] Presentatie door ASR voor analisten n.a.v. de publicatie van de halfjaarcijfers 2015. Solvency II op basis van standaard model c. 185%.
[15] Gegevens vanuit jaarverslagen en niet gecorrigeerd voor aanpassingen in de berekeningsmethode. Dividend werd in 2011-2014 berekent door 40% van de 'nettowinst minus reguliere kosten hybride leningen'.
[16] Combined ratio gemiddelde van traditioneel schade, zorg en arbeidsongeschiktheid.

Figuur 2: Beleggingsrendement, efficiëntie en rendement op eigen vermogen (2014)[17]



De Nederlandse verzekeringssector heeft als kenmerk dat er maar beperkt groeipotentieel is, zoals ook werd opgemerkt door de Commissie Verzekeraars[18]. Vanwege de marktverzadiging, de hoge mate van concurrentie en ook de lage renteomgeving is de ontwikkeling van het verdienmodel naar een model met bestendige winstgevendheid door ASR zeer goed te noemen. Daarvoor is namelijk de huidige robuuste solvabiliteit vereist. De genoemde robuuste solvabiliteit stelt de vennootschap in staat om langjarig dividend te kunnen blijven uitkeren. Het uitkeren en eventuele hoogte van dividenden in de toekomst zal nog altijd onderhevig zijn aan o.a. de dan geldende wet- en regelgeving, marktomstandigheden en de kapitaalpositie van ASR.

Bij een doorkijk naar een eventuele IPO van ASR zullen de mogelijke beleggers de waardering naar de verwachting van NLFI benaderen als een rendementsaandeel in plaats van een groeiaandeel. Bij een dergelijk aandeel is door beleggers een relatief stabiele dividend ondersteund door sterke *cash generation*[19] gewenst. ASR keert sinds 2011 jaarlijks toenemend dividend uit en heeft derhalve reeds een sterk track record opgebouwd.

Gereedheid voor een transactie

Financieel

Het financieel management is verder verbeterd en is adequaat. Dit geldt zowel voor de interne als de externe verslaglegging en rapportages. Deze zijn versneld en ook verbeterd hetgeen ook duidelijk blijkt uit de terugkoppeling die wordt ontvangen van banken en analisten naar aanleiding van de presentatie van de halfjaarcijfers 2015. Voor de doorlooptijd van interne rapportages wordt een verdere versnelling nagestreefd. ASR is in een vergevorderd stadium met de voorbereidingen

[17] Gegevens op basis van analyses van verschillende zakenbanken.
[18] Rapport van de Commissie Verzekeraars, 'Nieuw leven voor verzekeraars', 5 maart 2015.
[19] Betreft de vrij beschikbare kasstroom die jaarlijks wordt gegenereerd.

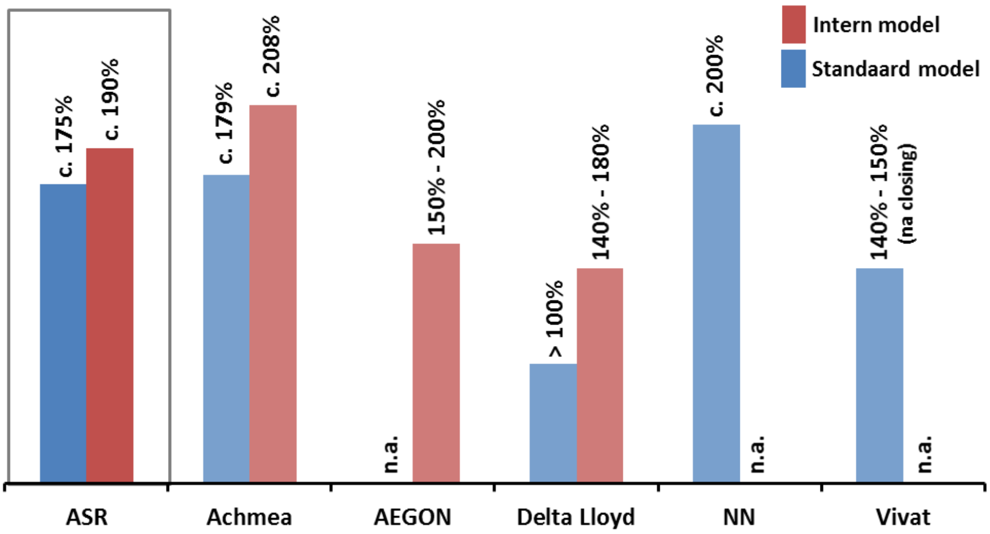
op Solvency II[20] en is in staat daarvoor adequate rapportages op te stellen. Namens ASR heeft ook een externe adviseur de gereedheid voor een IPO getoetst en aangegeven dat de vennootschap gereed kan zijn voor een beursintroductie in de eerste helft 2016. Uiteindelijk is het ook aan de begeleidende banken (de *global coordinators*), en mogelijk ook toezichthouders, te toetsen of zij vinden dat ASR klaar is om naar de beurs te gaan.

Kredietbeoordelaar Standard & Poor's (S&P) heeft: i. de rating herbevestigd van een "A"-waardering met een *stable outlook* voor zowel ASR Levensverzekering N.V. als ASR Schadeverzekering N.V.[21] en ii. de (bedrijfsmatige en financiële) risicobeheersing van ASR als (zeer) sterk beoordeeld.

ASR heeft in de afgelopen twee jaar tweemaal succesvol nieuwe hybride leningen uitgegeven van tweemaal EUR 500 mln. Deze verving gedeeltelijk de aanwezige, maar duurdere, hybride leningen en vergrootte daarnaast de totaal uitstaande omvang tot EUR 1,201 mln per 22 september 2015. Vanwege de relatief lage couponrente in vergelijking met de rente die betaald moest worden op de 'oude' hybride lening is de totale rentelast voor hybride leningen, ondanks de toegenomen omvang, relatief weinig toegenomen. ASR heeft derhalve goed ingespeeld op de sterke marktinteresse en de relatief lage rentestand in de afgelopen twee jaar.

Met een Solvency II ratio, afhankelijk van de uiteindelijk door EIOPA[22] te bepalen berekeningswijze van het standaard model, van circa 185%[23] per halfjaar 2015 is ASR financieel robuust en verhoudt zich goed met branchegenoten, zie figuur 3. Vanuit financieel oogpunt kan gesteld worden dat ASR gereed is om een verkoop vanaf begin 2016 voor te bereiden.

Figuur 3: Solvency II standaard model vergelijking branchegenoten per eind 2014[24]



Strategisch

ASR is een verzekeraar die zowel schade als levensverzekeringen aanbiedt en in beide segmenten een leidende positie heeft in Nederland. Naast traditionele schadeverzekeringen (onder meer

---

[20] Deze tweede solvabiliteitsrichtlijn beoogd bij de invoering ervan, verwacht op 1 januari 2016, het kapitaaltoezichtraamwerk in de Europese Unie te harmoniseren.

[21] Het betreft zowel de FSR (financial strength rating) als de CCR (counterparty credit rating) van S&P per 24 augustus 2015.

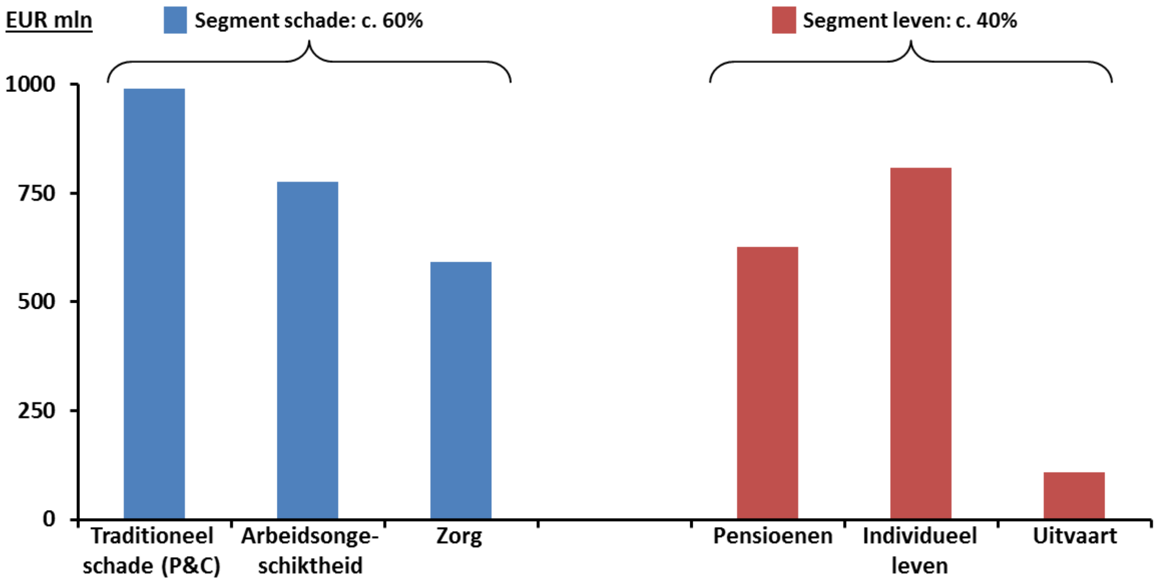
[22] European Insurance and Occupational Pension Authority.

[23] Op basis van het ECAP model van ASR, dat een op ASR gespecificeerd intern model voor Solvency II nastreeft, bedraagt de ratio c. 190%.

[24] Standaard model betreft de gepubliceerde inschattingen van de verzekeraars van deze methodiek op het moment van publicatie. Intern model betreft nog niet door de toezichthouder goedgekeurde inschattingen van de verzekeraars van Solvency II. Voor ASR is opgenomen de interne ECAP (economic capital) ratio hetgeen nauw aansluit bij de definitie van een intern model. Het betreft geen intern model waarvoor een aanvraag is of wordt ingediend bij DNB. Het beeld is indicatief per eind 2014 en afhankelijk van volatiliteit in de solvabiliteit als ook modelaanpassingen die sindsdien zijn dorgevoerd per instelling.

vastgoed en auto) biedt ASR zorgverzekeringen en arbeidsongeschiktheidsverzekeringen (AOV) aan. In die laatste categorie, AOV, is ASR de onbetwiste marktleider. Binnen het segment levensverzekeringen heeft ASR een leidende positie in uitvaartverzekeringen. De combinatie van segmenten (schade en leven) brengt diversificatievoordelen met zich mee, voornamelijk voor het aan te houden kapitaal. In figuur 4 kan de onderverdeling van deze segmenten worden teruggevonden. In termen van jaarlijkse omzet (bruto geschreven premies) was ASR voor circa 60% schadeverzekeraar en voor circa 40% levensverzekeraar.

Figuur 4: Omzetverdeling en marktpositie schade en leven (2014)



Wat betreft het adresseren van de strategische uitdagingen heeft de aanpak van ASR in de afgelopen jaren zijn vruchten afgeworpen. De combined ratio[25] en het rendement van het segment Schade zijn verbeterd door kostenbeheersing en verbetering van het claims management proces[26]. In 2014 bedroeg de combined ratio 95% voor het gehele schadesegment en onder de 100% voor de verschillende businesses die onder het schadesegment vallen bij ASR[27], hetgeen zeer goed is in vergelijking met branchegenoten. In de eerste helft van 2015 heeft ASR deze trend zich voortgezet.

Nu het rendement van de portefeuille onder controle lijkt te zijn, kan ASR eventueel groeimogelijkheden inventariseren en benutten. Onderdeel daarvan kan zijn de selectieve acquisitie en integratie van leven- en/of schadeverzekeraars van een geringere omvang dan ASR zelf zoals aangekondigd door de bestuursvoorzitter van ASR bij de publicatie van jaar- en halfjaarcijfers. Deze weg is reeds ingezet door ASR en zichtbaar middels de acquisitie van de Van Kampen Groep, d.d. 1 januari 2015, welke versterking van de distributie faciliteert. Recent heeft ASR overeenkomst bereikt betreffende twee acquisities, namelijk uitvaartverzekeraar Axent[28] en pensioenverzekeraar De Eendragt[29]. Deze acquisities dragen bij aan de langetermijnstrategie van de vennootschap, waarbij nadrukkelijk kosten- en kapitaal-synergiën van integratie de basis vormen voor de twee acquisities. In de zomer 2015 zijn de vereiste verklaringen van geen bezwaar (vvgb's) ontvangen van de toezichthouder en zijn de acquisities afgerond. Op 30 oktober 2015 kondigde ASR de acquisitie van Dutch ID aan, zowel een onafhankelijk intermediair als een service provider.

[25] De combined ratio van een verzekeraar is een maatstaf voor de van de totale kosten (vergoeding van schades, acquisitiekosten van klanten en operationele kosten) die worden gemaakt ten behoeve verzekeringspolissen en de daar tegen over staande premie-inkomsten.
[26] Beheersing van het proces dat leidt tot vergoedingen van geleden schades.
[27] Op productniveau zou er sprake kunnen zijn van enkele met een combined ratio van meer dan 100%.
[28] AXENT Nabestaandenzorg N.V.. De acquisitie vereiste en kreeg de goedkeuring van de aandeelhouder.
[29] De Eendragt Pensioen N.V.

Zoals reeds in voorgaande adviezen toegelicht staat de markt voor (individuele) levensverzekeringen al langere tijd onder druk. Recent werd dit marktbeeld ook beschreven door de Commissie Verzekeraars. In 2013 en 2014 heeft ASR aangetoond, ondanks de terugloop van de premie-inkomsten, in staat te zijn het rendement van de bestaande portefeuille op peil te houden door onder meer goede beheersing van de kosten. Voorts heeft ASR ten aanzien van het dossier beleggingsverzekeringen de benodigde voorzieningen getroffen in het kader van de kostencompensatieregelingen. De onafhankelijke externe accountant heeft geconcludeerd dat de voorzieningen voor dit dossier adequaat zijn[30]. In de pensioenmarkt heeft ASR haar marktpositie in collectieve garantieproducten behouden. ASR heeft op succesvolle wijze nieuwe producten geïntroduceerd zoals een premiepensioeninstelling en het werknemerspensioen. ASR profileert zich nadrukkelijker in de pensioenmarkt ondersteund door de robuuste solvabiliteit.

Gegeven de aard (lang lopende polissen) van de levenportefeuille lijkt ASR nog voor een lange periode een aantrekkelijk rendement te kunnen genereren, afhankelijk van ook andere ontwikkelingen zoals kapitaalmarktrentestanden, uit het segment Leven. Met nieuwe initiatieven via pensioenproducten en bankactiviteiten (ASR Bank) kan ASR ook blijven werken aan een duurzaam verdienmodel in dit marktsegment. De positionering en presentatie van de activiteiten van ASR in het segment leven is bij een eventuele IPO van groot belang.

Overig

In de tweede helft van 2014 heeft ASR een proces doorlopen om financiering aan te trekken voor een eventuele acquisitie van Vivat / Reaal. ASR wist de interesse van meerdere partijen te wekken voor een minderheidsbelang in de mogelijke fusiemaatschappij en wist op attractieve voorwaarden financiering aan te trekken. Vanwege het uitblijven van een bieding op Vivat / Reaal is de financieringsovereenkomst niet uitgevoerd. ASR is organisatorisch in staat om de noodzakelijke informatie voor investeerders tijdig te leveren. Het management heeft aangetoond de vennootschap goed te kunnen presenteren. ASR heeft in september 2014 en in september 2015 succesvol een nieuwe hybride leningen uitgegeven van EUR 1,000 mln in totaal en heeft daarmee een belangrijke stap gezet in het versterken van de interactie met en bekendheid in de (inter)nationale kapitaalmarkten. ASR wordt door eventuele investeerders gezien als een professionele en gerenommeerde verzekeraar.

Conclusie

Geconcludeerd kan worden dat ASR de juiste stappen heeft gezet in de afgelopen jaren om gereed te zijn voor een verkoopproces. De efficiëntie van ASR in zowel de markt voor levensverzekeringen als schadeverzekeringen is zeer goed, het rendement op het eigen vermogen is sterk en de solvabiliteit is robuust. Het optimaliseren van de (strategische) positionering en presentatie daarvan en de laatste versnelling van verslaggeving heeft de prioriteit bij laatste voorbereidingen op een verkoop.

Prijsverwachting

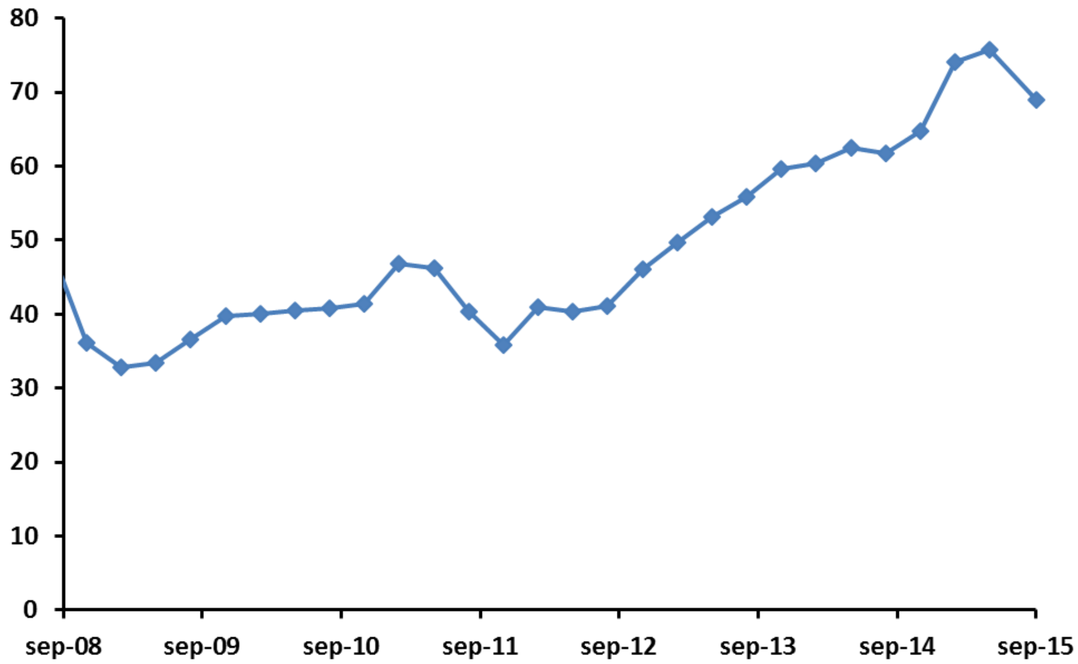
De waardering van verzekeraars heeft tijdens de financiële crisis een duidelijke neerwaartse trend laten zien. Sinds 2012 is dit omgekeerd in een positieve trend, zoals blijkt uit figuur 5 van de ontwikkeling van Euro STOXX Insurance. Waarderingen van verzekeraars liggen gemiddeld weer op het niveau van begin 2008. Hierbij valt op dat in de afgelopen periode met name de waardering

[30] Uiteraard op basis van de beschikbare informatie over reeds getroffen regelingen en mogelijke toekomstige claims.

van composite (schade en leven) verzekeraars relatief is verbeterd, waar voorheen het waarderingsherstel met name lag bij verzekeraars die gepositioneerd zijn als schadeverzekeraar.

De stijging van aandelenkoersen van verzekeraars past binnen een trend voor de aandelenmarkt als geheel. Het bestaan van een langdurig lage renteomgeving en positieve verwachtingen betreffende economische groei leidden ertoe dat investeerders meer kapitaal alloceren in het segment aandelen binnen hun portefeuille. Dit om een hoger of voldoende rendement te behalen op de portefeuille. Een belangrijke factor is hierin de monetaire expansie door centrale banken wereldwijd en voor Europa door de Europese Centrale Bank (ECB) in het bijzonder. Bij de presentatie van de huidige monetaire expansie door de ECB is aangegeven dat het programma doorloopt tot (minimaal) september 2016. Gedurende deze periode kan verwacht worden dat kapitaalrentestanden laag zijn en beleggers meer nadruk leggen op het belang van aandelen in de portefeuille.

Figuur 5: Euro STOXX Insurance[31] ontwikkeling sinds september 2008.



De door ASR behaalde financiële resultaten hebben in het afgelopen jaar een verbetering laten zien. De robuuste solvabiliteit en het vermogen tot uitkering van dividend, het strategisch plan en de geprognosticeerde resultaatontwikkeling in de komende jaren geven aanleiding tot de verwachting dat mogelijk de kapitaaluitgaven van de Nederlandse Staat kunnen worden terugverdiend met de verkoop van alle aandelen ASR. NLFI adviseert om de omvang van de IPO onder meer af te laten hangen van de waardering bij IPO. Het is pas duidelijk wat de totale opbrengst van de verkoop van ASR is op het moment dat het volledige belang van de Staat is verkocht. Bij een verkoop via de beurs kan dit enkele jaren duren. NLFI adviseert om voorafgaande aan verkoop geen nadere uitspraken te doen over de opbrengstverwachting.

De waardering bij IPO zal afhangen van een groot aantal factoren op het moment van de introductie. Van belang zijn daarbij onder meer de gekozen omvang van de plaatsing, financiële marktomstandigheden waaronder volatiliteit, specifieke interesses van beleggers, uiteindelijke governance van de verzekeraar en overeenkomstige zeggenschapsrechten van beleggers en koersontwikkeling van vergelijkbare beursgenoteerde verzekeraars.

[31] Indexwaarde van een (sector) groep internationale verzekeringsmaatschappijen.

Het feit dat investeerders in Nederlandse beursgenoteerde verzekeraars consolidatie op de (middel)lange termijn in de Nederlandse verzekeringssector verwachten kan ertoe leiden dat eventueel verwachte toekomstige synergetische voordelen van die consolidatie op termijn reeds bij IPO worden ingecalculeerd (optiewaarde).

Tegenover de opbrengst van een verkoop van ASR staat het door de Staat voor ASR betaalde bedrag. Het bedrag dat daarvoor in eerdere adviezen reeds was opgenomen is EUR 3,65 mlrd. Dat bedrag beslaat het aan ASR gealloceerde deel van de overnameprijs in 2008. Er is geen sprake van Staatsteun bij ASR. De kapitaalkosten van de Staat zijn daarin niet meegerekend. Evenmin is rekening gehouden met dividenduitkeringen en andere ontvangen vergoedingen en belastingen. Het ontvangen dividend over de jaren 2011-2014 bedroeg in totaal EUR 397 mln. Indien er sprak is van een verkoop via een IPO dan zal de Staat gedurende de periode dat er nog een belang wordt gehouden een deel van de toekomstige dividenden ontvangen.

De Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel concludeerde[32] in 2012 dat tegenover de investeringen in oktober 2008 wel degelijk economische waarde staat, maar dat het niet aannemelijk was dat de totale investering terugverdiend zou worden. Het is uiteraard wel het streven, en de wettelijke taakopdracht, van NLFI om zoveel mogelijk van dit bedrag terug te verdienen. Het is niet uitgesloten dat de totale opbrengst in de buurt kan komen van het geïnvesteerde bedrag.

[32] Bevinding van de Parlementaire Enquêtecommissie Financieel Stelsel, 11 april 2012.

Stabiliteit financiële markten

Stabiliteitsvisie van de toezichthouder

In 2011 heeft uw ambtsvoorganger als een van de voorwaarden gedefinieerd dat de financiële sector stabiel moet zijn. Twijfels over interbancair verkeer, kwaliteit van activa en soliditeit van individuele systeembanken moeten zijn weggenomen. In het exitadvies over ABN AMRO (mei 2015) is NLFI reeds ingegaan op deze voorwaarde die met name zag op de bancaire sector. NLFI concludeerde dat de financiële markten stabiel genoeg zijn voor een beursintroductie van ABN AMRO. In dit advies wordt nader beschreven voor welke uitdagingen de verzekeringssector in Nederland staat als ook de toekomstbestendigheid van ASR.

Volgens DNB[33] is de rust op financiële markten teruggekeerd tot een niveau dat vergelijkbaar is met de situatie van voor de crisis. Sterk ingrijpen van overheden en centrale banken heeft hier in belangrijke mate aan bijgedragen. Wel blijft het herstel fragiel en is een omslaand marktsentiment volgens DNB niet uit te sluiten. Daarom is het van evident belang dat de financiële sector hier voldoende op toegerust is. Daartoe zijn er in de afgelopen jaren op nationaal en Europees niveau cruciale stappen gezet in het reeds ingezette hervormingsproces om de stabiliteit van de financiële sector verder te versterken.

DNB schrijft in haar beleidsconclusies voor verzekeraars in het voorjaar van 2015 dat de lage rente omgeving dwingt tot een herbezinning op de bedrijfsmodellen, die bij levensverzekeraars toch al onder druk staan door de veranderende marktomstandigheden. DNB verwacht dat levensverzekeraars hun bedrijfsmodellen meer toekomstbestendig maken, zodat ze de langlopende verplichtingen aan polishouders kunnen blijven nakomen. Gezien het feit dat de sector krimpt, is van belang dat verzekeraars hun kosten onder controle houden. DNB herhaalde de oproep in haar *position paper*[34] ten behoeve van een rondetafelgesprek over de toekomst van de verzekeringssector met de Tweede Kamer (11 juni 2015) en ook in haar brief aan de Tweede Kamer over de financiële stabiliteitsrisico's[35] ten behoeve van het openbare gesprek met de Tweede Kamer daarover (16 juni 2015).

Verder schrijft DNB in haar beleidsconclusies dat de verzekeraarsstresstest laat zien dat de solvabiliteit van sommige verzekeraars bij de huidige rentestand zwak is, zeker op basis van de nieuwe Solvency II toezichtregels. Daarnaast is het van belang dat verzekeraars zich bewust zijn van het verschil tussen de wettelijke kapitaalspositie, gebaseerd op de UFR[36], en de (minder gunstige) onderliggende positie op basis van marktwaardering. Zij zullen daar in hun kapitaal- en dividendbeleid rekening mee moeten houden, om te voorkomen dat de kapitaalpositie uitholt. Vooruitlopend op de definitieve invoering vormt Solvency II voor DNB nu al een belangrijk ijkpunt om te beoordelen of dividenduitkeringen verantwoord zijn.

De in 2014 uitgevoerde Europese stresstest voor verzekeraars gaf inzicht in de rentegevoeligheid van de sector en bevestigde de grote impact van een scenario met een langdurig lage rente. Verzekeraars werden in deze stresstest beoordeeld op basis van voorlopige Solvency 2-regels, die vanaf 2016 zullen gelden.

Het effect van de lage rente op verzekeraars is maar deels zichtbaar in de financiële rapportages, vanwege het gebruik van de zogenoemde ultimate forward rate (UFR). Daarbij draagt de UFR ook bij aan de stabiliteit van de solvabiliteitsberekening. De discrepantie tussen de UFR-curve en de geobserveerde lange rentes is de afgelopen jaren toegenomen. Een aanhoudende discrepantie kan leiden tot te hoge verwachtingen bij deelnemers, onrealistische beloftes aan polishouders en

[33] DNB, Overzicht Financiële Stabiliteit, voorjaar 2015, nr. 20.
[34] DNB Position Paper t.b.v. rondetafelgesprek "Toekomst verzekeringssector" d.d. 11 juni 2015.
[35] DNB, Macro-economische risico's voor het financiële stelsel, d.d. 8 juni 2015.
[36] UFR is een afkorting van Ultimate Forward Rate. Het betreft een berekende rekenrente na (in de tijd) het laatste liquide punt in de swaptermijnmarkt.

verstoorde prikkels bij instellingen. Bijvoorbeeld als verzekeraars de vertekende vermogenspositie als basis nemen voor het bepalen van het dividendbeleid.

Ook het IMF signaleert de gevaren van de lage rente. In haar Global Financial Stability Report van april 2015 stelt het IMF dat zwak gekapitaliseerde West-Europese middelgrote levensverzekeraars een hoog en toenemend risico lopen vanwege de lage rente. Een langdurig lage rente kan ertoe leiden dat zwak gekapitaliseerde verzekeraars onvoldoende insolvabel blijken. Het IMF wijst er op dat de zoektocht van langetermijninvesteerders als verzekeraars naar voldoende rendement – om aan de deels gegarandeerde verplichtingen te kunnen blijven voldoen – niet zonder risico's is. Dit kan leiden tot een toename van krediet en/of liquiditeitsrisico's in de portefeuille hetgeen voor verzekeraars en toezichthouders beheersbaar moet blijven.

De Commissie Verzekeraars constateerde in maart 2015[37] dat de verzekeringssector, met name levensverzekeraars, voor grote uitdagingen staan. De commissie signaleerde de volgende ontwikkelingen die de sector voor uitdagingen stelt: daling van mogelijke beleggingsrendementen door lage rentestanden, wijzigende structuur van de arbeidsmarkt (opkomst zelfstandigen), vergrijzing en ontgroening, een terugtrekkende overheid en technologische ontwikkelingen. De ontwikkelingen vormen uitdagingen, maar bieden tegelijkertijd kansen voor verzekeraars aangezien er vraag kan ontstaan naar nieuwe producten.

Het Centraal Planbureau beschrijft in haar jaarlijkse risicorapportage[38] aan de Tweede Kamer een gelijksoortige analyse als de Commissie Verzekeraars en het Overzicht Financiële Stabiliteit. Het bureau beschrijft het nut van consolidatie van de levensverzekeringssector ten einde het verdienmodel op de lange termijn bestendig te houden in deze krimpende sector.

De Autoriteit Financiële Markten (AFM) voegde daar onlangs[39] het volgende aan toe dat de verzekeraars zelf in de komende jaren scherp moeten zijn op de noodzakelijke veranderingen die leiden tot een gerechtvaardigd herstel van vertrouwen. Dat kan volgens de AFM door kritisch te zijn op de eigen organisatie en het gedrag van de mensen die daarin werken, door te innoveren en gebruik te maken van technologie en door optimaal in te spelen op de behoeftes van de klant.

In de zomer 2015 zijn in 'de markt' vraagtekens gerezen ten aanzien van de kapitalisatie van enkele Nederlandse verzekeraars. Deze vraagtekens zijn geen aanleiding te denken dat er sprake zou zijn van toegenomen instabiliteit van de sector, maar geven aan dat er bedrijfsspecifiek mogelijk nog verzekeraars zijn waarvan additionele stappen worden verwacht. NLFI is van oordeel dat er enerzijds voldoende sprake is van een stabiele sector om een verkoop uit te voeren als ook dat een verkoop geen schadelijke gevolgen zou hebben voor de stabiliteit van de sector.

Toekomstbestendigheid van ASR

ASR heeft aangetoond aan de eisen van de Europese stresstest te voldoen en rapporteert ook de rentegevoeligheid van de solvabiliteit in stress scenario's. Op basis daarvan kan gesteld worden dat ASR een zeer robuuste solvabiliteit heeft die zich laat meten met de beteren in de sector. Ook betreffende solvabiliteit exclusief UFR geldt dat ASR zich kan meten met de kopgroep in de sector. ASR rapporteert de solvabiliteit zowel mét als zonder de invloed van UFR. Ook zonder gebruikmaking van UFR is ASR voldoende solvabel onder stress scenario's.

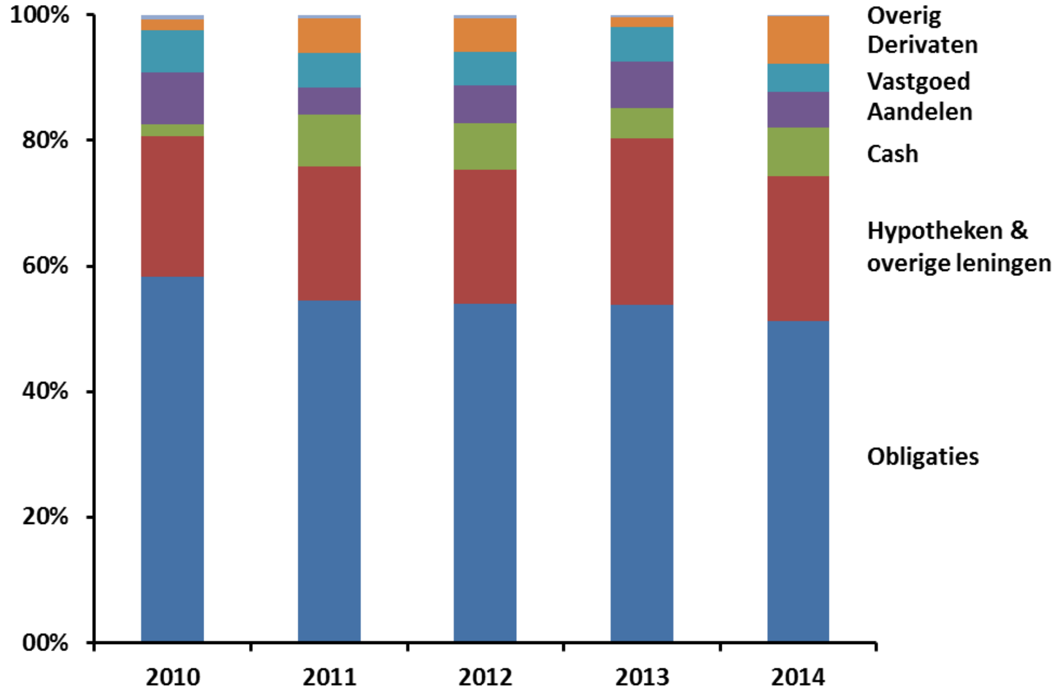
De vennootschap heeft aangetoond in de afgelopen jaren goed te hebben ingespeeld op zowel de veranderende marktomstandigheden als de lage rente omgeving. Voorbeelden daarvan zijn het

[37] Rapport van de Commissie Verzekeraars, 'Nieuw leven voor verzekeraars', 5 maart 2015.
[38] CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015 aan de Tweede Kamer, 5 juni 2015.
[39] AFM inbreng rondetafelgesprek toekomst van de verzekeringssector, 8 juni 2015.

grotendeels afdekken van de risico's die gepaard gaan met een daling van de rente, bijvoorbeeld door het gebruik van rente-derivaten. En ook de variabilisering van de kosten in het krimpende segment van individuele levensverzekeringen zorgt voor toekomstbestendigheid.

Het beleggingsrendement van ASR is, gegeven de lage rente omgeving, gedaald maar nog altijd bovengemiddeld en ruimschoots boven het gemiddelde garantieniveau van de portefeuille. De vennootschap houdt daarbij scherp in het oog dat, bij de zoektocht naar voldoende rendement, de risico's in haar portefeuille beheersbaar blijven. ASR houdt hier onder andere de balans in het oog tussen de risicograad van haar beleggingen en het door haar aangehouden bufferkapitaal. Dit kan worden aangetoond met onder andere de ontwikkeling van het aandeel van activa klassen in de beleggingsportefeuille, zie figuur 6.

Figuur 6: Ontwikkeling beleggingsportefeuille



ASR keert vanaf het boekjaar 2011 dividend uit. Alvorens wordt overgegaan tot uitkering van dividend wordt nagegaan in hoeverre dit prudent is[40]. Het dividend dat over 2014 werd uitgekeerd, circa EUR 140 mln, wordt ondersteund door een robuust onderliggend en genormaliseerd resultaat van circa EUR 400 mln en solvency kapitaalopbouw van dezelfde orde grootte in 2014. Bij de bepaling van de hoogte van het dividend wordt, mits er voldoende solvabiliteit resteert, momenteel ca. 40% van de nettowinst[41] uitgekeerd.

Tot slot speelt het dossier beleggingsverzekeringen een belangrijke rol in de sector. ASR heeft sinds 2008 schikkingen getroffen met claimstichtingen en ligt op koers betreffende de naleving van die afspraken. De onafhankelijke externe accountant heeft geconcludeerd dat de voorzieningen voor dit dossier adequaat zijn. ASR onderkent dat het dossier nog niet gesloten is, maar er kan geen waarschijnlijkheid worden verbonden aan eventuele toekomstige claimkosten. Ter vergelijking, Nationale Nederlanden heeft eenzelfde conclusie getrokken en beschreven in haar prospectus en overige uitingen aan (potentiele) investeerders. In 2015 heeft het Europees Hof uitspraak gedaan inzake een claim tegen Nationale Nederlanden. In deze uitspraak wordt verwezen

[40] Hetzelfde geldt voor dividenduitkeringen uit de OTSO's aan de Holding.

[41] Na distributie van vergoedingen aan overige vermogensverschaffers, zoals de door ASR uitgegeven hybride leningen.

naar de nationale rechterlijke macht. De uitspraak leidt niet tot nieuwe inzichten betreffende de waarschijnlijkheid van toekomstige kosten[42].

NLFI concludeert dat ondanks de zorgen die er zijn geuit door onder meer DNB over de solvabiliteit van relatief zwak gekapitaliseerde levensverzekeraars in verschillende scenario's er sprake is van een voor ASR voldoende stabiele marktomstandigheden om een exit te kunnen uitvoeren. Bijkomend verschaft een eventuele beursnotering toegang tot de aandelenmarkt om extra kernkapitaal (eigen vermogen) op te halen, zoals Delta Lloyd in maart 2015 met een aandelenuitgifte van circa EUR 340 mln aantoonde. Daarmee wordt niet gesteld dat een verzekeraar meer stabiel is als het aan de beurs genoteerd is, maar wel meer mogelijkheden tot zijn beschikking heeft om kapitaal aan te trekken.

[42] Uitspraak Europees Hof, d.d. 29 april 2015, zaak C-51/13.

Verkoopopties, tijdpad en de markt voor IPO's

Verkoopopties

Zowel in het advies van NLFI in augustus 2013 als in mei 2014 werd aangegeven dat ASR voor verschillende Nederlandse verzekeraars een interessante onderneming kan zijn om een samengaan mee te overwegen. Consolidatie in de Nederlandse markt was het startpunt van de verwachte interesse. In het advies van mei 2014 gaf NLFI aan dat in de daaraan voorafgaande periode enkele partijen interesse getoond hadden in ASR als geheel, maar dat dit nog niet had geleid tot een concreet voorstel. NLFI en ASR hebben in de periode daarna – met name de afgelopen maanden – als onderdeel van de onderzoeksfase van het duaal verkoopproces de interesse in de markt nader gepeild. NLFI en ASR hebben op basis van dit vooronderzoek geconcludeerd dat er onvoldoende concrete en aantrekkelijke voorstellen voor onderhandse verkoop die ten aanzien van de strategische ontwikkeling van ASR en het risico/rendement profiel van de Staat als aandeelhouder meerwaarde opleveren ten opzichte van het IPO scenario als geheel op korte termijn worden verwacht.

De optie van een verkoop van ASR in delen is behandeld in het NLFI advies d.d. augustus 2013 en als niet aantrekkelijk beoordeeld. NLFI ziet geen aanleiding om van dat standpunt af te stappen. Dit heeft onder andere te maken met het risico dat de Staat eigenaar blijft van de minder aantrekkelijke onderdelen, die onverkoopbaar kunnen blijken of waarvan de verkoop een zeer lange periode in beslag kan nemen. De totale waarde van ASR is waarschijnlijk[43] meer dan de som der delen vanwege het kapitaaldiversificatievoordeel (Solvency II) dat bestaat binnen het levensegment (pensioenen en uitvaart) en tussen het leven- en schadesegment. Operationeel splitsen van onderdelen is complex en brengt additionele kosten met zich mee, met name indien binnen het onder toezicht staande levenbedrijf zou worden gesplitst. Indien meerdere partijen, die in de verschillende delen van ASR geïnteresseerd zouden zijn, een consortium zouden vormen dan is het wellicht mogelijk om ASR als geheel door middel van één koopovereenkomst aan dat consortium te verkopen. Het proces waarbij een vvgb van DNB moet worden verkregen door het consortium voor aankoop en splitsing is complex. Dit executierisico zal in een dergelijk scenario meewegen bij de beoordeling.

Mede op basis van de bevindingen uit bovengenoemde analyses en vooronderzoek wordt een aan een IPO volledig parallel te doorlopen proces voor potentieel geïnteresseerde partijen als niet kansrijk beschouwd. Vanwege de nadelen die kleven aan een voor management van ASR dergelijk belastend proces wordt door NLFI geadviseerd prioriteit te geven aan een IPO om zodoende op korte termijn tot een succesvolle uitvoering daarvan te kunnen komen.

De omvang van ASR, zowel qua balanstotaal en omzet als verwachte waardering, past binnen een beursgenoteerde omgeving. ASR is wat omvang betreft vergelijkbaar met de in de AEX opgenomen verzekeraar Delta Lloyd. Een eventuele beursnotering biedt ASR toegang tot de aandelenmarkt om extra kernkapitaal (eigen vermogen) op te halen, mocht dit onder omstandigheden nodig zijn. De vennootschap is daarvoor dan minder afhankelijk van de Staat. De IPO van Nationale Nederlanden met buitenlandse *cornerstone investors*, en de koerstoename na IPO, toont aan dat er vertrouwen is van investeerders. Ook heeft Delta Lloyd succesvol een kapitaalemissie kunnen doen eerder dit jaar, onder meer gesteund door Fubon, een Taiwanese partij. Naar het oordeel van NLFI is een IPO een zeer goede en reële verkoopoptie voor ASR.

De voorbereiding van de IPO zal erop gericht zijn om gereed te zijn voor uitvoering van een IPO in de eerste helft van 2016 – onder meer afhankelijk van marktomstandigheden.

[43] Opgemerkt wordt dat dit afhankelijk is van de waardering door kopers van het geheel en van onderdelen.

Indien er toch blijk van interesse is voor een onderhandse verkoop gedurende deze voorbereidingsperiode dan zullen NLFI en ASR hier op ordentelijke en gepaste wijze mee omgegaan. Eventuele interesse wordt beoordeeld op onder andere financieel economische aspecten voor de Staat (rekening houdend met het risico/rendement profiel van de Staat als aandeelhouder) als ook ten aanzien van de strategische ontwikkeling van ASR. Daarbij zal ook rekening gehouden moeten worden met de aan onderhandse interesse inherente executierisico's (inclusief aanvraag verklaring van geen bezwaar bij de relevante toezichthouder(s)) en zal ook de afweging moeten worden gemaakt of en in hoeverre dit mogelijk nadelige gevolgen zou kunnen hebben voor (het voorbereiden van) een IPO.

Bij eventuele beoordeling van onderhandse interesse weegt mee de voorkeur van NLFI om bij verkoop contanten (cash) te ontvangen. Indien een andere vorm van consideratie duidelijke voordelen zou bieden (bijvoorbeeld liquide beursgenoteerde aandelen) dan kan dit overwogen worden. Daarnaast bestaat er de ambitie om zo min mogelijk, buiten de gebruikelijke[44], garanties en vrijwaringen te verstrekken. Een eventuele garantie of vrijwaring betreffende het dossier beleggingsverzekeringen is niet aan de orde.

Verkooptijdpad

U en uw ambtsvoorgangers hebben vanaf de nationalisatie van ASR, als onderdeel van de reddingsoperatie van ABN AMRO en Fortis Bank, in oktober 2008 aangegeven dat het tijdelijke karakter van de investeringen – gedaan ten behoeve van de stabiliteit van de financiële sector – altijd voorop heeft gestaan: terugkeer naar de private sector was en is het uitgangspunt van het kabinet[45]. Dit geldt ook voor ASR. Met de verkoop van ABN AMRO is per 20 november 2015 een aanvang gemaakt.

De gereedheid voor een IPO van ASR wordt extern ook gevalideerd door begeleidende banken en is reeds gevalideerd door een externe adviesbureau. Voor zover vereist zal DNB worden verzocht om een vvgb te geven voor de IPO[46] en AFM wordt verzocht om goedkeuring van het prospectus. Dit traject neemt in de praktijk enkele maanden in beslag. Indien dit traject/deze trajecten positief wordt/worden afgerond en de stabiliteit van de sector en het absorptievermogen van de markt goed blijven, dan kan naar het oordeel van NLFI een IPO in de loop van de eerste helft 2016 plaatsvinden. Mocht in de komende periode hier wel verandering in optreden, dan kan de IPO "on hold" worden gezet.

NLFI adviseert u om NLFI een mandaat te verlenen voor de uitvoering van alle voorbereidende handelingen inzake een verkoopproces van ASR met de focus op om op korte termijn tot een succesvolle uitvoering van een IPO te komen.

Na instemming van u en de Tweede Kamer zullen NLFI en ASR de voorbereidende handelingen, tezamen met begeleidende banken, voortzetten zodat een IPO in de eerste helft 2016 kan plaatsvinden. Daarmee wordt evenwel niet gesteld dat de verkoop begin 2016 plaats heeft of voor eind juni 2016, deze kan ook later plaats hebben afhankelijk van mogelijke interne (ASR) en externe (markt) ontwikkelingen. In deze voorbereidingsfase zullen stappen worden gezet[47] die alleen vanwege goede redenen kunnen worden gestopt.

---

[44] De gebruikelijke garanties zien op garanties omtrent de bevoegdheid van NLFI tot aangaan van de koopovereenkomst en het hebben van een geldige titel voor NLFI tot overdracht van de aandelen, alsmede garanties ten aanzien van het eigendom van ASR, direct dan wel indirect, van de aandelen in de ASR groepsvennootschappen.

[45] Kamerstuk: Tweede Kamer der Staten Generaal, vergaderjaar 2010-2011, hoofddossier 28165, nr. 117.

[46] Formeel alleen indien één of meerdere partijen gezamenlijk meer dan 10% zeggenschap verkrijgen.

[47] Zoals het inhuren van zakenbanken ter begeleiding van de beursintroductie, het schrijven van een prospectus waarvoor de goedkeuring van de AFM nodig is, etc.

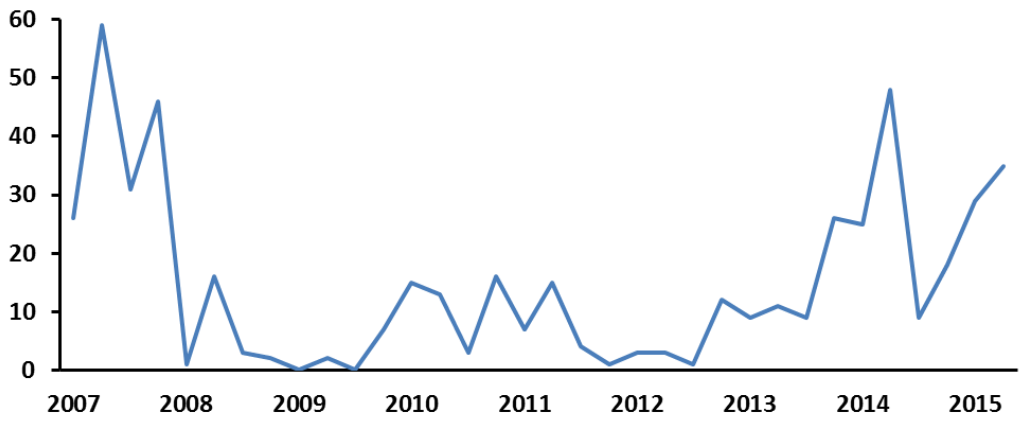
Net als interactie met de timing van de IPO van Nationale Nederlanden in 2014 relevant was, is de interactie met de timing van de IPO van ABN AMRO van belang. Nu de IPO van ABN AMRO heeft plaatsgevonden zit er bij een IPO van ASR, op zijn vroegst, in de eerste helft van 2016 voldoende tijd tussen beide transacties. Dit biedt voldoende ruimte voor enerzijds het absorptievermogen van de markt en anderzijds het vermijden van complicaties in het publieke besluitvormingsproces. NLFI zal ook concurrerende transacties van andere partijen in de exacte timing laten meewegen. Gedacht kan worden aan volgende tranches van Nationale Nederlanden en ABN AMRO die naar de beurs worden gebracht, een mogelijke emissie van Delta Lloyd, maar ook eventuele IPO's in ons omringende landen zoals Ethias en Belfius in België.

De markt voor beursintroducties

Voor het vinden van voldoende investeerders die aandelen ASR willen kopen tegen een goede prijs is voldoende absorptievermogen in de markt nodig. De daadwerkelijke, concrete interesse van investeerders wordt pas duidelijk gedurende de laatste weken voor de IPO. Er zijn enkele indicatoren aan de hand waarvan vooraf een inschatting kan worden gemaakt of er interesse in de aandelen bestaat.

In figuur 7 is te zien hoeveel IPO's in Europa van meer dan EUR 100 mln sinds 2007 doorgang hebben gevonden. Sinds eind 2013 neemt het aantal IPO's dat doorgang vindt toe en is dit terug op het niveau van voor 2008. In tabel 1 zijn de IPO's in Nederland opgenomen sinds januari 2014.

Figuur 7: Aantal Europese IPO's (> EUR 100 mln) sinds 2007



In tijden van lage volatiliteit kunnen kapitaalmarktinstrumenten relatief goed geplaatst worden. Indien de volatiliteit hoog is, dan zijn investeerders minder genegen om te investeren in kapitaalmarktinstrumenten. Sinds 2013 is de volatiliteit op een zodanig laag niveau dat dit gunstig is voor IPO's.

Tabel 1: IPO's in Nederland in 2014 en 2015

Vennootschap	**Datum IPO**	**IPO omvang**	**Marktwaarde bij IPO**	**Marktwaarde 19 nov 2015**
Altice	jan 2014	EUR 1,5 mlrd	EUR 5,7 mlrd	EUR 15,5 mlrd
Euronext	jun 2014	EUR 0,85 mlrd	EUR 1,4 mlrd	EUR 3,2 mlrd

IMCD	jun 2014	EUR 0,53 mlrd	EUR 1,1 mlrd	EUR 1,8 mlrd
Nationale Nederlanden	jul 2014	EUR 1,8 mlrd	EUR 7,0 mlrd	EUR 10,8 mlrd
Bols	feb 2015	EUR 147 mln	EUR 195 mln	EUR 260 mln
Grandvision	feb 2015	EUR 1,1 mlrd	EUR 4,9 mlrd	EUR 6,5 mlrd
Refresco	maa 2015	EUR 0,56 mlrd	EUR 1,2 mlrd	EUR 1,2 mlrd
Flowtraders	jul 2015	EUR 0,60 mlrd	EUR 1,4 mlrd	EUR 1,9 mlrd
Intertrust	okt 2015	EUR 0,5 mlrd	EUR 1,3 mlrd	EUR 1,5 mlrd
ABN AMRO[48]	nov 2015	EUR 3,3 mlrd	EUR 16,7 mlrd	

Investeerders hebben sinds eind 2012 meer interesse om te investeren in aandelen, ook in aandelen van financiële instellingen. De interesse van investeerders in IPO's van Europese verzekeraars zijn hier goede voorbeelden van, zie tabel 2.

Tabel 2: IPO's van verzekeraars in West-Europa sinds 2012

Vennootschap	**Datum IPO**	**IPO omvang**	**Marktwaarde bij IPO**	**Marktwaarde 19 nov 2015**
Talanx	okt 2012	EUR 0,5 mlrd	EUR 4,6 mlrd	EUR 7,3 mlrd
Direct Line	okt 2012	EUR 1,1 mlrd	EUR 3,3 mlrd	EUR 8,0 mlrd
esure Group	maa 2013	EUR 0,8 mlrd	EUR 1,4 mlrd	EUR 1,5 mlrd
Partnership Assu.	jun 2013	EUR 0,7 mlrd	EUR 1,8 mlrd	EUR 0,8 mlrd
Just Retirement	nov 2013	EUR 0,4 mlrd	EUR 1,3 mlrd	EUR 1,3 mlrd
Brit	maa 2014	EUR 0,3 mlrd	EUR 1,2 mlrd	n.v.t.

[48] Op basis van de verkoopprijs bij allocatie van de aandelen d.d. 20 november 2015 en 20% IPO exclusief greenshoe.

Saga	mei 2014	EUR 0,7 mlrd	EUR 2,5 mlrd	EUR 3,3 mlrd
Coface	jun 2014	EUR 1,0 mlrd	EUR 1,6 mlrd	EUR 1,4 mlrd
Nationale Nederlanden	jul 2014	EUR 1,8 mlrd	EUR 7,0 mlrd	EUR 10,8 mlrd
Hastings Group	okt 2015	EUR 0,3 mlrd	EUR 1,5 mlrd	EUR 1,6 mlrd

Bij en na een eventuele IPO is de verwachting dat ASR nadrukkelijk ook zal worden vergeleken met Nationale Nederlanden en Delta Lloyd[49]. De succesvolle IPO van Nationale Nederlanden, met *cornerstone investors* uit het buitenland, en de daaropvolgende koersstijging is voor een eventuele IPO van ASR zeer waardevol. Bovendien heeft NN sinds de IPO in juni 2014 meerdere succesvolle vervolgplaatsingen voltooid en ING Group heeft haar belang in NN afgebouwd tot circa 25% per 1 oktober 2015. Ook de interesse van Fubon, een buitenlandse partij, bij de aandelenemissie door Delta Lloyd zonder noemenswaardige korting versus de aandelenkoers toont aan dat de markt geïnteresseerd is in verzekeraars als ASR.

Bekendheid bij investeerders wereldwijd is van groot belang bij een IPO aangezien de interesse van beleggers van buiten Nederland noodzakelijk is voor een optimale waardering en verkoopopbrengst. ASR zal hier in de voorbereidingen op een IPO nadrukkelijk aandacht aan besteden. Bij de IPO van Delta Lloyd in 2009 werd 22% van de uitgegeven aandelen aan Nederlandse investeerders (particulier en institutioneel) geplaatst. Bij de IPO van Nationale Nederlanden in 2014 werd 6% van de uitgegeven aandelen bij Nederlandse investeerders geplaatst. Derhalve 80% - 90% van de uit te geven aandelen zal waarschijnlijk bij investeerders van buiten Nederland worden geplaatst in het geval van een IPO van ASR. ASR heeft in september 2014 en september 2015 succesvol hybride lening uitgegeven met een totale omvang van EUR 1 mlrd en heeft daarmee een stap gezet in het versterken van de interactie met en bekendheid in de (inter)nationale kapitaalmarkten.

[49] Delta Lloyd werd door toenmalig eigenaar Aviva plc in november 2009 naar de beurs gebracht. De IPO omvang bedroeg EUR 1,1 mlrd bij een marktwaarde bij de IPO van EUR 2,6 mlrd. Op 1 oktober 2015 bedroeg de marktwaarde van Delta Lloyd EUR 1,6 mlrd.

Uitwerking van een beursintroductie

Betreffende het verkoopproces is het NLFI die namens de Staat de reeds bestaande en uitgegeven aandelen verkoopt en ten behoeve van de Staat de opbrengst ontvangt. Dit houdt ook in, in lijn met eerdere adviezen van NLFI, dat NLFI een leidende en begeleidende rol heeft in het verkoopproces.

Een vvgb van DNB is niet vereist voorafgaande aan een IPO van ASR, tenzij investeerders een belang (zeggenschap) van 10% (alleen of gezamenlijk indien samen optredend) of meer verwerven in ASR. Vooralsnog gaat NLFI ervan uit dat er geen partij(en), alleen of gezamenlijk, meer dan 10% van de aandelen verkrijgt bij een IPO.

Voor een IPO-proces geldt dat het de verkoop van NLFI, namens de Staat, van reeds bestaande en uitgegeven aandelen betreft. Het ligt niet in de lijn der verwachting dat er nieuwe aandelen worden uitgegeven bij IPO aangezien de solvabiliteit van ASR zeer solide is. NLFI adviseert om de aandelen van ASR te noteren aan de gereglementeerde markt Euronext Amsterdam. Dit past bij de sterke band die de verzekeraar heeft met Nederland. Alle grote Nederlandse beursgenoteerde ondernemingen zijn aan Euronext genoteerd. De aandelen zijn bij een notering aan Euronext verhandelbaar voor alle beleggers.

Bij een IPO wordt niet direct het gehele aandelenbelang verkocht. Bij een onderneming met de omvang van ASR worden de aandelen normaliter in meerdere plaatsingen verkocht. De exacte omvang van de IPO zal direct voorafgaand daaraan worden vastgesteld. Deze zal afhankelijk zijn van de vraag van beleggers naar het aandeel, de verwachte prijs en de minimale omvang die nodig is om na de IPO voldoende handel (volume) te genereren (m.a.w. de minimum *free float* van vrij verhandelbare aandelen die er voor voldoende liquiditeit zorgt). Bij het bepalen van de initiële omvang dient ook rekening gehouden te worden met de voordelen van op relatief korte termijn na een IPO opgenomen te worden in leidende indices (zoals de Euronext AEX of AMX[50]), zodat beleggers die indices volgen het aandeel in hun portefeuille opnemen[51].

Gezien het feit dat de Staat voldoende aandelen wil behouden om te kunnen profiteren van mogelijke toekomstige waardestijgingen, zal de eerste tranche (inclusief *greenshoe*[52]) een minderheid beslaan (circa 30% tot 50%). De omvang van het belang dat wordt verkocht bij IPO is onder meer afhankelijk van de waardering bij IPO.[53] De genoemde omvang en *greenshoe* zorgen enerzijds voor voldoende liquiditeit in het aandeel en anderzijds blijft er een voldoende groot belang over om later te kunnen profiteren van verkoop tegen een eventuele gestegen koers en tussentijdse dividenduitkeringen. In de volgende jaren wordt het resterende belang in stappen verkocht.

Aan het einde van het bookbuilding proces[54], direct voorafgaande aan de IPO, wordt de definitieve introductieprijs van het aandeel ASR bepaald. Direct daarna wordt ook de toewijzing (allocatie) van aandelen ASR onder de ingeschreven investeerders bepaald. In beginsel worden alle geïnteresseerde investeerders in de gelegenheid gesteld om in te schrijven op een participatie in de IPO van ASR. Bij de allocatie van de aandelen zal de verwachte en gepercipieerde beleggingsstijl van investeerders meewegen. Daarbij wordt gezocht naar een optimale mix tussen de diverse

---

[50] Opname in de AMX is waarschijnlijk bij de eerste review datum nadat ASR minimaal veertig handelsdagen genoteerd is geweest. Opname in de AEX kan mogelijk in een later stadium worden gerealiseerd.

[51] Een van de aanbevelingen in het rapport *IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals* d.d. 16 december 2014 dat tot stand is gekomen onder leiding van Lord Myners n.a.v. de privatisering van Royal Mail, is te focussen op index beleggers als meest betrouwbare langetermijnbeleggers.

[52] Aandelen die het bankensyndicaat ter beschikking heeft om in een relatief korte periode na een beursintroductie in de markt te zetten teneinde het mogelijk nadelige effect van koersbewegingen te mitigeren.

[53] NLFI sluit niet uit dat bij aantrekkelijke waarderingen het eventueel aantrekkelijk kan blijken om het belang dat bij IPO wordt verkocht te vergroten tot een kleine meerderheid van de aandelen (50% tot 60%).

[54] Tijdens de bookbuilding periode worden beleggers uitgenodigd om in te schrijven onder opgave van het aantal aandelen en de prijs. Aan de hand daarvan wordt het 'book' opgebouwd.

beleggingsstijlen, inclusief langetermijninvesteerders. Na de toewijzing vindt de daadwerkelijke IPO en eerste handel plaats.

NLFI adviseert om de optie van een zogenaamde *greenshoe* (of overtoewijzingsoptie) bij de IPO van ASR in te zetten[55] en daarmee aan te sluiten bij de marktpraktijk[56]. De *greenshoe* betreft een instrument om de aandelenkoers direct na de IPO te stabiliseren en om zo de kortetermijnvolatiliteit van een aandeel na een IPO te reduceren[57].

Het is gebruikelijk dat een verkopende aandeelhouder zich verbindt aan een zogenaamde lock-up[58] periode na de IPO; gedurende een vastgestelde periode mag hij geen aandelen verkopen. Hierdoor hebben investeerders zekerheid over het aantal aandelen dat verhandeld kan worden en zijn zij tijdelijk behoed tegen een overaanbod van aandelen. Daardoor kan koersdruk worden gereduceerd. Europese IPO's kennen over het algemeen een lock-up periode van 180 dagen en NLFI adviseert om daarbij aan te sluiten.

NLFI adviseert gedurende de voorbereiding van een IPO actief de mogelijkheden te onderzoeken om gebruik te maken van één of meer 'cornerstone investeerders'[59]. In IPO's wordt regelmatig gebruik gemaakt van dergelijke investeerders die al vroeg in het voorbereidingsproces van een IPO benaderd worden met de vraag of zij willen investeren in een onderneming. Cornerstone investeerders zijn niet cruciaal voor het slagen van een IPO, maar er kan wel een positief signaal vanuit gaan. Eventuele nadelige effecten, zoals reductie van de liquiditeit van het aandeel, moeten daarbij worden meegewogen. Het mogelijk verlenen van additionele zeggenschap aan cornerstone investeerders moet nadrukkelijk gewogen worden tegen de toegevoegde waarde van het aantrekken van een dergelijke investeerder. Cornerstone investeerders zijn vrij recent en met succes gebruikt in een aantal grote Europese IPO's waaronder AA Plc., Euronext en Nationale Nederlanden (allen in 2014).

NLFI adviseert om gedurende de voorbereidingen op een eventuele IPO ook te onderzoeken of het gebruik van warrants[60] kan bijdragen aan het bereiken van de doelstellingen bij verkoop. Daarbij kan bijvoorbeeld gedacht worden aan een structuur zoals benut door Nationale Nederlanden en haar aandeelhouder ING. Nationale Nederlanden heeft voorafgaande aan de IPO warrants uitgegeven aan ING die de verkopende aandeelhouder het recht verschaffen om tot 10% (van de uitstaande aandelen bij de introductie) in nieuwe aandelen te ontvangen tegen een koers van 200% van de koers bij IPO, voor een duur van tien jaar. Deze constructie biedt ING het voordeel dat zij mee kan profiteren van een eventuele koersstijging van Nationale Nederlanden. Een nadeel ervan zou kunnen zijn dat de Staat op termijn zijn belang in ASR zou zien toenemen, bij uitvoering van de warrant, hetgeen geen primaire doelstelling van de Staat is. Er bestaan verschillende alternatieven bij het gebruik van warrants. De voor- en nadelen van het gebruik van de mogelijkheden zullen door NLFI in de voorbereiding van een eventuele IPO worden onderzocht tezamen met de aan te stellen begeleidende (financieel) adviseurs.

Gerelateerd aan een IPO worden normaliter aanpassingen doorgevoerd betreffende remuneratie. Alhoewel investeerders over het algemeen wel aanpassing van de beloning zouden wensen – het in lijn brengen van de beloningsprikkels met de doelstellingen van de investeerders – stellen NLFI en

[55] Bij een IPO van 40% en een greenshoe van 15% hiervan, zou de eerste tranche 46% in totaal bedragen.
[56] Dit zal in overstemming gebeuren met de Verordening (EG) nr. 2273/2003 van de Europese Commissie van december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad.
[57] Dit zal in overeenstemming gebeuren met de Verordening (EG) Nr. 2273/2003 van de commissie van 22 december 2003 tot uitvoering van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad wat de uitzonderingsregeling voor terugkoopprogramma's en voor de stabilisatie van financiële instrumenten betreft.
[58] Bij een lock-up periode verplicht de verkopende aandeelhouder zich om gedurende een bepaalde periode (180 dagen) geen extra aandelen te verkopen. In voorkomende gevallen kan hiervan worden afgeweken.
[59] Investeerders die zich reeds voor een beursintroductie publiek committeren een bepaald belang te nemen. De publieke steun voor de introductie kan waardevol zijn voor het aantrekken van interesse in het aandeel van andere investeerders. Deze investeerders ontvangen daarvoor normaliter een gegarandeerde allocatie van de aandelen die zij wensten tegen de uitgifteprijs.
[60] Een warrant geeft de houder ervan het recht om (voor of) op een vooraf bepaalde toekomstige datum een bepaald aantal aandelen te kopen (call-warrant) tegen een vooraf vastgestelde prijs.

ASR voor om geen aanpassingen door te voeren. ASR heeft gedurende 2014, vooruitlopend op de invoering van de Wet beloningsbeleid financiële ondernemingen (Wbfo), variabele beloning voor het volledige personeelsbestand afgeschaft[61]. Het is niet de wens om dit na IPO weer te laten herleven. Onderdeel van de Wbfo betreft ook het verbod voor ASR om voor de leden van de raad van bestuur variabele beloning te introduceren totdat het volledige belang is verkocht.

Kosten van een beursintroductie

Het is de wens van NLFI, die door u en de Tweede Kamer gedeeld worden, om de kosten van verkoop zo laag mogelijk te houden. Het gaat dan voornamelijk over de kosten van een IPO. Daarbij mag geen afbreuk worden gedaan aan de kwaliteit van de betrokken adviseurs en de uitvoering van het proces. Bij een IPO zijn meerdere adviseurs betrokken, die door diverse partijen worden ingehuurd. NLFI ziet het als een belangrijke taak om de kosten van de door NLFI ingehuurde adviseurs te beperken.

Een deel van de kosten van NLFI loopt via de reguliere begroting van NLFI. Kosten die NLFI maakt voor het beheer van ASR worden opgenomen in de begroting en de jaarrekening van NLFI. De minister van Financiën vergoedt deze kosten aan NLFI en berekent de kosten door aan ASR[62]. De kosten van begeleidende banken bij een IPO van ASR worden niet opgenomen in de begroting van NLFI. Uitgangspunt is dat dergelijke verkoopkosten worden verrekend met de verkoopopbrengst van de aandelen. Deze kosten worden dan ingehouden op de verkoopopbrengst. de netto-opbrengst wordt door NLFI doorgeleid naar het ministerie van Financiën.

Adviseurs voor rekening van verkopende aandeelhouder

Ten aanzien van de kosten is het van belang om een onderscheid te maken tussen kosten die voor rekening komen van de verkopende aandeelhouder (NLFI / de Staat) en kosten die voor rekening komen van de vennootschap (ASR). Alvorens in te gaan op de mogelijkheden om de kosten zoveel mogelijk te beperken, wordt hierna eerst ingegaan op de verschillende adviseurs die bij een IPO door de verkopende aandeelhouder worden gebruikt. Andere stakeholders, zoals de raad van bestuur, de raad van commissarissen en de ondernemingsraad van ASR, trekken mogelijk zelf voor eigen rekening adviseurs aan.

NLFI heeft, na een competitief inkoopproces, financiële en juridische adviseurs ingehuurd om te adviseren en assisteren bij de verkoop van ASR. Deze adviseurs zullen NLFI ondersteunen door respectievelijk financieel en juridisch advies te geven op relevante aspecten rondom de verkoop, inclusief het proces met betrekking tot de aanstelling van banken die de eventuele IPO zullen begeleiden.

Tenslotte wordt een syndicaat aan begeleidende banken gecontracteerd in het kader van de eventuele IPO. De taken van deze banken zien onder meer op het begeleiden van het gehele proces, contacten met potentiële investeerders, begeleiden van de management presentaties, uitvoeren van due diligence (boekenonderzoek), assisteren bij de totstandkoming van het prospectus, verzamelen en analyseren van inschrijving van investeerders en adviseren over de verdeling van de aandelen over investeerders en de exacte prijs waarvoor het aandeel moet

[61] Met uitzondering van een deel van de CAO buitendienst.
[62] Op grond van artikel 7 van de Wet stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen. Zie ook het besluit van 29 augustus 2011, houdende regels inzake doorberekening van kosten van de stichting administratiekantoor beheer financiële instellingen.

worden aangeboden. Zij vervullen ook een belangrijke rol in de handel na de IPO, bijvoorbeeld door het uitvoeren van (aandelen)onderzoek en het zorgen voor voldoende verhandelbaarheid.

De vergoeding voor de zakenbanken is normaliter een percentage van de opbrengst van een IPO. NLFI heeft onderzocht welke vergoedingen sinds 2006 aan zakenbanken zijn betaald bij Europese privatiseringen (door middel van een IPO) met een omvang van de IPO van meer dan EUR 100 mln. De gemiddelde vergoeding over de eerste tranche bedroeg 1,7% en de mediaan 1,3% van de verkoopopbrengsten. Bij recente privatiseringen bedroeg de gemiddelde vergoeding circa 1%. NLFI streeft ernaar dat de vergoeding voor de IPO 1% of minder bedraagt. Dit is inclusief een klein percentage dat zakenbanken veelal in rekening brengen als vergoeding voor de zogenaamde "underwriting commitment". Dit is een toezegging waarmee zakenbanken feitelijk garanderen dat de investeerders die aandelen krijgen toegewezen deze ook betalen.

Aan de vervolgtranches, in de komende jaren, zullen lagere kosten verbonden zijn, omdat er geen bewerkelijk IPO proces plaats hoeft te vinden. Beleggers zijn al bekend met het aandeel en er hoeft meestal geen prospectus te worden geschreven (afhankelijk van de exacte transactiestructuur).

NLFI heeft een aanbestedingsprocedure doorlopen voor de samenstelling van panel van banken. NLFI kan de betreffende banken vragen om advies over allerhande onderwerpen die betrekking hebben op kapitaalmarkten (eigen vermogen). De adviesbehoefte van NLFI kan in beginsel betrekking hebben op alle deelnemingen van NLFI. Om te komen tot een syndicaat van banken dat de IPO van ASR mag begeleiden zal NLFI binnen het generieke NLFI panel op basis van kwantitatieve en kwalitatieve criteria worden georganiseerd een selectieprocedure doorvoeren. Hierbij is ook een rol voor de vennootschap weggelegd, daar zij met de betreffende banken zal moeten werken. Teneinde de onderhandelingspositie van NLFI ten opzichte van banken niet te verzwakken, wordt in dit advies geen gedetailleerde onderhandelingsstrategie en –positie weergegeven. Het geselecteerde syndicaat van banken huurt daarnaast een juridisch adviseur in om ervoor te zorgen dat aan alle wet- en regelgeving wordt voldaan en om juridisch boekenonderzoek uit te voeren. Dit is ook voor NLFI en ASR van groot belang.

Kosten minimalisatie

NLFI heeft onderzocht of op onderdelen een niet-traditioneel IPO proces kan worden gevolgd, met als doel het besparen van kosten. Hierbij is gekeken naar opties die bij een IPO van een onderneming als ASR mogelijk en aanvaardbaar zijn. Het proces moet beheersbaar blijven en de kans op falen miniem zijn. Bij de beantwoording van vragen van de Tweede Kamer over dit onderwerp gaf u aan[63] dat de alternatieven die tijdens het rondetafelgesprek d.d. 30 oktober 2013 werden gepresenteerd zouden resulteren in aanzienlijk lagere opbrengsten voor de Staat en/of een beperktere toegang voor ASR tot de kapitaalmarkt. Dit is onwenselijk en om die reden worden betreffende alternatieven niet behandeld in dit advies.

NLFI heeft de volgende alternatieven onderzocht:

1. *Het afspreken van een vaste vergoeding in plaats van een percentage van de opbrengst.* Het voordeel van een vaste vergoeding is dat dit duidelijkheid vooraf geeft over de hoogte van de kosten. Dit betekent wel dat bij een kleinere eerste tranche dan initieel gepland, de vaste vergoeding omgerekend naar een percentage hoog kan zijn. Het voordeel van een percentage is dat het bijbehorende bedrag meebeweegt met de omvang en de prijs van de tranche[64]. Het motiveert banken om een goede prijs te realiseren. In de onderhandelingen

---

[63] Kamerstuk d.d. 25 november 2013, kenmerk FIN/2013/U1101.

[64] Rekenvoorbeeld: indien een eerste tranche bestaat uit 50 mln aandelen die EUR 10 per stuk opbrengen en de zakenbanken een fee van 1% rekenen, dan zullen de kosten EUR 5 mln bedragen. Indien de aandelen slechts EUR 8 per stuk opbrengen, dan zullen de kosten EUR 4 mln bedragen.

met de banken zal NLFI beoordelen welke vorm van vergoeding, of een combinatie van beide vormen, uiteindelijk optimaal blijkt.

2. *Het beperken van de begeleiding door zakenbanken door bepaalde activiteiten door het Agentschap van het ministerie van Financiën te laten uitvoeren.*
   Het ministerie van Financiën heeft laten onderzoeken in hoeverre het Agentschap een rol kan spelen in een IPO. NLFI adviseert om geen gebruik te maken van de faciliteiten van het Agentschap.

3. *Een veiling van de aandelen, ook wel "Dutch Auction" genaamd, zoals bij Google is toegepast*
   Een Dutch Auction kan goed werken bij een merk dat zó bekend en uniek is als Google (er zijn nauwelijks beursgenoteerde bedrijven die vergelijkbare activiteiten, marktaandeel en naamsbekendheid hebben waarin investeerders kunnen investeren). Zakenbanken zijn dan minder nodig om beleggers te interesseren in het aandeel, aangezien het aandeel al zeer bekend is. Ten tijde van de Google IPO was Google bekend als merk, maar minstens net zo belangrijk was het feit dat het ook bekend stond als bedrijf met (uitzonderlijk) groeipotentieel. Daardoor verkocht het aandeel praktisch zichzelf. Er zijn in Europa zeer veel beursgenoteerde verzekeraars en beleggers kiezen slechts enkele hiervan uit om in te beleggen. NLFI is van oordeel dat een Dutch Auction niet geschikt is voor een onderneming als ASR. NLFI betwijfelt daarnaast of er kostenvoordeel zou zijn ten opzichte van een 'reguliere' IPO.

Meer in het algemeen kan worden gesteld dat alle verkopende aandeelhouders er baat bij hebben om een IPO tegen zo goed mogelijke voorwaarden en laag mogelijke kosten te realiseren. Regelmatig verkopen professionele aandeelhouders deelnemingen en gebruiken hiervoor een IPO. Tot op heden zijn geen alternatieven ontwikkeld die de kosten van een IPO substantieel verlagen zonder aan kwaliteit in te boeten.

Governance na aanvang verkoop door middel van een beursintroductie

Inleiding

In de parlementaire behandeling van de verkoopmogelijkheden voor ASR is een motie van het lid Nijboer aangenomen betreffende het overwegen van een vorm van bescherming voor de vennootschap ASR vanwege het publieke (polishouders) belang dat ASR dient. NLFI stelt voor om in afwijking van het advies uit augustus 2013 ook de vennootschap ASR een additionele vorm van beschermingsmaatregelen te bieden. Deze maatregelen betreffen onder meer de invoering van een statutair vereiste gekwalificeerde meerderheid in de aandeelhoudersvergadering van ASR voor belangrijke besluiten en de oprichting van een 'beschermingsstichting ('stichting continuïteit'). In dit hoofdstuk worden beide onderwerpen behandeld. Dat geldt ook voor de overige onderwerpen waarover u aan de Tweede Kamer heeft toegezegd deze nader te verkennen. Dit betreft onder meer de toezegging om "opnieuw te verkennen of het aanbieden van loyaliteitsdividend tot voldoende interesse leidt om een goede opbrengst te realiseren en of hierdoor interesse van beleggers mogelijk wordt geschaad". Ook zal meer in brede zin worden ingegaan op de vraag op welke wijze kan worden bijgedragen aan het creëren van een stabiele aandeelhoudersbasis met een focus op de langere termijn.

Publiek belang

In het debat met de Tweede Kamer over ABN AMRO heeft u onderstreept dat publieke belangen die gemoeid zijn met financiële instellingen worden geborgd in wet- en regelgeving. Dit geldt tevens voor een Nederlandse verzekeraar als ASR. Aangezien dit publieke belang reeds op adequate wijze is geborgd – in dit verband werd gewezen op de financiële toezichtwetgeving en het daarop gebaseerde toezicht - was er volgens u geen reden om aanvullende maatregelen specifiek voor ABN AMRO te treffen. Dit geldt naar de mening van NLFI ook voor ASR.

Naast de borging van het publieke belang in de financiële toezichtwetgeving biedt ook het Nederlandse vennootschapsrecht een zekere mate van borging. Uit de jurisprudentie en juridische literatuur kan worden opgemaakt dat een aandeelhouder van een beursvennootschap die activiteiten ontplooit in een sector die door de overheid is aangemerkt als "van vitaal belang voor de instandhouding van het maatschappelijk leven"[65] gehouden is het publiek belang steeds af te wegen tegenover andere belangen. Voor dit soort ondernemingen van openbaar belang geldt dat het vennootschappelijk belang mede wordt bepaald door het publieke belang.[66]

Concreet betekent dit dat mocht een onderhandse verkoop van ASR aan een partij worden overwogen of mocht een openbaar bod op de aandelen van ASR worden uitgebracht, NLFI als aandeelhouder gehouden is ook het publieke belang mee te wegen in zijn advies aan de minister over het te nemen besluit om al dan niet tot verkoop over te gaan. Ook op grond van de Wet NLFI dient NLFI rekening te houden met de duurzaamheid van de toekomstige situatie, de continuïteit van de vennootschap, de stabiliteit van het financiële stelsel en de eerlijke concurrentieverhoudingen op de financiële markten. Dat een aandeelhouder van een verzekeraar met de omvang en scope van producten en klanten van ASR gehouden is het publieke belang mee te wegen in zijn besluitvorming, geldt ook voor een eventuele stichting continuïteit van ASR. Na het uitoefenen van de call-optie zoals voorzien in de voorgestelde beschermingsconstructie verkrijgt deze stichting als (groot)aandeelhouder *de facto* de controlerende zeggenschap in ASR.

---

[65] Deze vitale sectoren zijn onder meer benoemd in de rapportage 'Tussen naïviteit en paranoia: Nationale veiligheidsbelangen bij buitenlandse investeringen in vitale sectoren' van de Werkgroep Economische Veiligheid (Bijlage bij Kamerstukken II 2013/14, 30 821, nr. 22). In deze rapportage (pp. 14 en 22) wordt de financiële sector (inclusief banken, beleggingsondernemingen en verzekeraars) aangeduid als vitaal.
[66] Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder, R. Abma, WPNR, nummer 7048, 31 januari 2015.

Zie hieronder voor een nadere toelichting op de voorgestelde beschermingsconstructie en de stichting continuïteit.

Nadere uitwerking governance

Indien de verkoop van ASR wordt aangevangen door een IPO, treden vanaf dat moment nieuwe aandeelhouders toe. Dit betekent dat het belang van de Staat en de zeggenschap van NLFI in ASR zullen verminderen ten gunste van de nieuw toetredende aandeelhouders. NLFI adviseert een aantal maatregelen te treffen ter bescherming van het resterende financiële belang van de Staat en van de vennootschap tegen ongewenste overnames of andere ongewenste invloed van activistische aandeelhouders:

- de invoering van een statutair vereiste gekwalificeerde meerderheid in de aandeelhoudersvergadering voor belangrijke besluiten; en

- de oprichting van een onafhankelijke stichting (Stichting Continuïteit ASR)waaraan een call-optie wordt verleend tot het houden van preferente aandelen.

Deze maatregelen zullen voor een belangrijk deel hun weerslag vinden in de statuten van ASR. NLFI adviseert deze maatregelen te laten gaan gelden vanaf het moment dat de verkoop van ASR wordt aangevangen. Dat geldt ook voor de statutaire verankering van de maatschappelijke rol van ASR in lijn met de huidige maatschappelijke ontwikkelingen, zoals in het vorige advies is aangegeven. NLFI heeft op verschillende (deel)onderwerpen advies ingewonnen van financiële- en juridische adviseurs en belangenorganisaties. Bij het opstellen van de nieuwe statuten zullen de voor financiële instellingen gebruikelijke vennootschappelijke verhoudingen en best practices voor goede governance[67] als uitgangspunt worden genomen. Deze paragraaf gaat in op de onderdelen van de geadviseerde toekomstige governance van ASR, die een uitwerking vormen van de beschreven maatregelen.

Gekwalificeerde meerderheid (bescherming belang Staat)

Eerder heeft NLFI u geadviseerd om bij een mogelijke IPO van ASR het resterende financiële belang van de Staat te beschermen door in de statuten vast te leggen dat voor besluitvorming over een aantal belangrijke onderwerpen een gekwalificeerde meerderheid in de aandeelhoudersvergadering is vereist. Dit is voor investeerders een acceptabele maatregel en vermijdt de invloed die andere beschermingsstructuren[68] kunnen hebben op de waardering van een onderneming. NLFI adviseert aan te sluiten bij een in de markt bekende gekwalificeerde meerderheid[69] die ook in de wet als toegestane meerderheid voorkomt[70]. Het betreft een meerderheid van twee derde van de uitgebrachte stemmen die meer dan de helft van het geplaatste kapitaal vertegenwoordigen. Daarmee is de zeggenschap van NLFI ten aanzien van bedoelde belangrijke onderwerpen in ieder geval effectief zolang NLFI een aandelenbelang in ASR houdt dat groter is dan een derde van het geplaatste kapitaal. Dit betekent dat zolang NLFI een belang in ASR houdt van meer dan een derde van het geplaatste aandelenkapitaal de vereiste gekwalificeerde meerderheid als een de facto vetorecht voor NLFI fungeert. NLFI zou hiervan gebruik kunnen maken indien bijvoorbeeld activistische aandeelhouders met succes een campagne tegen ASR zouden gaan voeren om de zetel van de verzekeraar naar het buitenland te verplaatsen of uit zijn op een splitsing.

NLFI adviseert om bij het hanteren van een gekwalificeerde meerderheid in de aandeelhoudersvergadering zo min mogelijk af te wijken van de normale vennootschappelijke

[67] Nederlandse Corporate Governance Code.
[68] Zoals prioriteitsaandelen. Dit zijn gewone aandelen waaraan veel extra zeggenschap kan worden toebedeeld.
[69] Bijvoorbeeld ING Group N.V., AKZO Nobel N.V. en Koninklijke Philips N.V..
[70] Artikelen 2:133 lid 2 en 134 lid 2 van het Burgerlijk Wetboek.

verhoudingen. Om deze reden adviseert NLFI alleen een gekwalificeerde meerderheid te introduceren voor onderwerpen die voor de vennootschap het meest wezenlijk zijn en die de grootste impact kunnen hebben op het resterende financieel belang van de Staat: belangrijke veranderingen van statutaire naam, statutaire zetel en/of het statutaire doel en andere belangrijke veranderingen in de identiteit of het karakter zoals bedoeld in artikel 2:107a BW en ontbinding van de verzekeraar. In aanvulling op artikel 2:107a BW en de daarin genoemde grens voor de goedkeuring door aandeelhouders van (des)investeringen met een waarde groter dan een derde van het balanstotaal adviseert NLFI gegeven de relatief grote omvang van het balanstotaal van ASR (ca. EUR 50 mlrd eind 2014) een aanzienlijk lagere grens te hanteren. NLFI adviseert deze grens vast te stellen op een percentage van het eigen vermogen eventueel gecompleteerd door een nader te bepalen procentueel beslag of impact op de Solvency II ratio van ASR Nederland en/of haar onder toezicht staande dochtervennootschappen.[71].

NLFI meent dat met deze maatregel het resterende financiële belang van de Staat voldoende kan worden beschermd, waarbij de negatieve impact op de waarde van het resterende belang van de Staat zo beperkt mogelijk is. De aldus voorgestelde maatregel past binnen de grenzen van het Nederlandse vennootschapsrecht en kan de toets van Europees rechtelijke regelgeving doorstaan.

Verankering maatschappelijke rol

Over de verankering van de maatschappelijke rol van ASR in de statuten van ASR heeft NLFI in het verkoopadvies van augustus 2013 al aangegeven dat dit een wenselijke aanvulling op de governance zou zijn. NLFI adviseert in de nieuwe statuten van ASR expliciet vast te leggen dat het belang van de vennootschap mede de belangen van de klanten (voornamelijk polishouders) omvat[72] en te expliciteren dat ASR als één van de grootste Nederlandse verzekeraars[73] ook rekening dient te houden met de samenleving als geheel. Geadviseerd wordt dit in de statuten te verankeren omdat deze het fundament vormen van een vennootschap. Zo wordt geborgd dat de raad van bestuur en de raad van commissarissen van ASR bij de uitvoering van hun vennootschappelijke taak handelen in het belang van de vennootschap, dat mede omvat de daarmee samenhangende deelbelangen zoals het belang van klanten en de samenleving als geheel. Hiermee is aangesloten bij relevante jurisprudentie[74] en de algemene zorgplicht voor financiële instellingen zoals opgenomen in de Wet op het financieel toezicht (Wft).

Bescherming van de continuïteit van de vennootschap

Op dit moment is het verlicht structuurregime (artikel 2:155a Burgerlijk Wetboek) van toepassing op ASR. Indien de verkoop van ASR wordt aangevangen door middel van een IPO treedt daarmee het volledige structuurregime in werking. Dit betekent dat de bevoegdheid om leden van de raad van bestuur te benoemen en te ontslaan verschuift van de aandeelhoudersvergadering naar de raad van commissarissen. Het structuurregime biedt daarmee de facto - indirect – voor de vennootschap een vorm van bescherming tegen 'onwenselijk' gepercipieerde aandeelhouders, omdat deze aandeelhouders geen bestuurders meer kunnen benoemen. Deze bescherming is niet volledig omdat de aandeelhoudersvergadering het vertrouwen in de gehele raad van commissarissen kan opzeggen.

---

[71] De huidige grens voor goedkeuring door de aandeelhouders is een (des)investering met een waarde groter dan EUR100 mln. De nieuw vast te stellen grens zal substantieel hoger zijn dan de huidige.

[72] De betreffende bepaling in de statuten luidt: 'Het belang van de vennootschap omvat het belang van de met haar verbonden onderneming, daaronder mede begrepen de gerechtvaardigde belangen van de klanten (polishouders), de werknemers, de aandeelhouders en de samenleving waarin de vennootschap haar activiteiten uitvoert.

[73] ASR heeft een leidend positie in een groot aantal deelmarkten van de verzekeringssector in termen van bruto premie inkomsten en aantal polishouders.

[74] NJ 2014/167, met annotatie door P. van Schilfgaarde en artikel 4:24a Wft.

Met een IPO zullen nieuwe aandeelhouders toetreden in ASR. Vanaf dat moment is het niet langer uitgesloten dat de verzekeraar wordt geconfronteerd met ongewenst aandeelhoudersactivisme dat de continuïteit van ASR kan bedreigen of met een onwenselijk overnamebod. Zolang NLFI een belang in ASR heeft dat groter is dan een derde van het geplaatste kapitaal is NLFI in de positie om als aandeelhouder de vennootschap te beschermen tegen activistische aandeelhouders die bijvoorbeeld een campagne tegen ASR starten om bepaalde ongewenste veranderingen in de strategie door te voeren of tegen een partij die overweegt een onwenselijk overnamebod op ASR uit te brengen. Wanneer het belang van NLFI is afgebouwd tot onder een derde verkeert NLFI niet langer in deze positie.

ASR heeft aangegeven bij een IPO bescherming van de belangen van alle stakeholders van groot belang te vinden. NLFI adviseert een stichting continuïteit op basis van preferente aandelen als beschermingsconstructie. Aan deze stichting wordt een call-optie verleend bij IPO tot het houden van preferente aandelen met stemrecht door het kopen van 100% van de gewone aandelen ASR minus één aandeel. Door het uitoefenen van de call-optie kan de stichting in situaties die de continuïteit van de verzekeraar bedreigen tijdelijk zeggenschap in ASR verwerven om zo ongewenste (activistische) aandeelhouders af te weren.

In de kamerbehandeling van de toekomstplannenbrief inzake ASR, september 2013, heeft een Kamermeerderheid u verzocht, per aangenomen motie, een beschermingsconstructie voor ASR in overweging te nemen. Voor NLFI spelen een aantal aspecten een rol om in dit advies een stichting continuïteit in te richten bij een eventuele IPO. Ten eerste is de rol van een (grote) verzekeraar als ASR voor de Nederlandse economie en maatschappij aanmerkelijk. De aangeboden verzekeringen faciliteren economisch verkeer en verzekeraars als ASR spelen een belangrijke rol bij vermogensopbouw van individuen. Verzekeren wordt gezien als onderdeel van een vitale sector[75] waarbij investeringen in de sector uitvoerig beoordeeld moeten worden en niet zomaar toegestaan kunnen worden. De Commissie Verzekeraars[76] ziet de verzekeringssector een belangrijke rol vervullen in de economie. De langetermijninvesteringshorizon van verzekeraars maakt verzekeraars volgens de commissie bij uitstek geschikt om de economie van een stabiele financieringsstroom te voorzien. In de jaarlijkse risicorapportage van het Centraal Planbureau[77] beschrijft ook zij de kernfunctie in de economie die de verzekeringssector heeft als aanbieder van vermogensopbouwproducten en als langetermijninvesteerder.

Ten tweede staat de voorgestelde (tijdelijke) beschermingsconstructie niet in de weg van eventuele consolidatie in de Nederlandse verzekeringsmarkt. De stichting continuïteit biedt de vennootschap en haar stakeholders bedenktijd om over een ongewenst bod (of ander ongewenst aandeelhoudersactivisme) goed te reflecteren. Ook voor aandeelhouders kan de reflectieperiode waardeverhogend blijken, hetgeen ook één van de constateringen is van het Centraal Planbureau[78]. Een partij die een bod overweegt zal rekening moeten houden met de belangen van alle stakeholders wetend dat het bestuur van de stichting continuïteit dit ook doet.

Ten derde wordt een gelijk speelveld gecreëerd. Alle beursgenoteerde Nederlandse verzekeraars (AEGON, Delta Lloyd, Nationale Nederlanden) maken gebruik van een vorm van bescherming die vergelijkbaar is met hetgeen wordt voorgesteld voor ASR. AEGON hanteert een enigszins andere vorm van bescherming met de Vereniging AEGON als houder van een aparte aandelenklasse, hetgeen minder gebruikelijk is. Indien ASR zonder enige vorm van bescherming aan de beurs genoteerd zou worden, dan is ASR een eenvoudigere prooi voor (ongewenst) aandeelhoudersactivisme of bieding. NLFI streeft naar een duurzame exit voor de deelnemingen onder haar beheer. Hierbij houdt NLFI rekening met de impact op de relevante stakeholders, ook na verkoop. Met branchegenoten vergelijkbare bescherming acht NLFI redelijk. Indien op deze

---

[75] Tussen naïviteit en paranoia: Nationale veiligheidsbelangen bij buitenlandse investeringen in vitale sectoren; de Werkgroep Economische Veiligheid (2013/14)
[76] Rapport van de Commissie Verzekeraars, 'Nieuw leven voor verzekeraars', 5 maart 2015.
[77] CPB Risicorapportage Financiële Markten 2015 aan de Tweede Kamer, 5 juni 2015.
[78] Zie voorgaande voetnoot.

wijze wordt aangesloten bij hetgeen in de markt gebruikelijk is verwacht NLFI geen negatieve invloed van de beschermingsconstructie op de waardering bij een IPO.

NLFI is van oordeel dat er geen reden is om aan te sluiten bij hetgeen is gekozen als vorm van bescherming bij ABN AMRO, namelijk certificering. Aangezien bescherming door middel van een stichting continuiteit marktconform is en ook naar het oordeel van de vennootschap voldoende bescherming biedt, heeft dit de voorkeur. Ook in relatie tot de voor ASR relevante toezichthouders en de benodigde vvgb bij uitoefening van een call-optie is de keuze voor een stichting continuïteit passend.

Stichting continuïteit als beschermingsmaatregel

Het gebruik van een stichting continuïteit[79] is voor Nederlandse beursvennootschappen niet ongebruikelijk. Een groot deel van de Nederlandse beursgenoteerde vennootschappen, waaronder financiële instellingen inclusief verzekeraars, kent deze beschermingsconstructie[80]. Het gebruik van beschermingsmaatregelen is ook niet voorbehouden aan Nederlandse vennootschappen. In de ons omringende landen wordt dikwijls gebruik gemaakt van beschermingsinstrumenten. Ook op grotere afstand van Nederland zijn beschermingsconstructies niet ongebruikelijk. In de Verenigde Staten van Amerika wordt bijvoorbeeld gebruik gemaakt van beschermings-instrumenten zoals *poison pills*[81] en *staggered boards*[82]. Het niet hebben van een beschermingsmaatregel zou ASR derhalve mogelijk in een andere positie plaatsen dan andere Nederlandse beursgenoteerde financiële instellingen inclusief verzekeraars waardoor er geen gelijk speelveld zou bestaan.

Impact van een stichting continuïteit als beschermingsmaatregel

De Tweede Kamer heeft eerder vragen gesteld over de mate waarin een stichting continuïteit het publieke belang kan verbinden aan het inroepen van de call-optie. Ter toelichting merkt NLFI het volgende op: een stichting continuïteit dient ter bescherming van de vennootschap waarvoor de stichting wordt opgericht, niet ter borging van het publieke belang. Dit laat onverlet dat indien de stichting als aandeelhouder van een voor Nederland belangrijke verzekeraar een afweging moet maken in het kader van een te nemen besluit daarbij ook het met de onderneming verbonden publieke belang als deelbelang van de vennootschap betrokken moet worden[83]. Het mandaat van een stichting continuïteit wordt in de statuten van een beschermingsstichting doorgaans omschreven als de behartiging van de belangen van de vennootschap, de met haar verbonden onderneming en alle daarbij betrokkenen, waarbij onder meer invloeden die de continuïteit, de zelfstandigheid of identiteit in strijd met die belangen zouden kunnen aantasten zoveel mogelijk worden geweerd. NLFI adviseert het mandaat van de stichting continuïteit ASR op dezelfde marktconforme wijze te formuleren.

Uit eerdere discussies is de mogelijke impact op de waarde van aandelen ASR als gevolg van beschermingsmaatregelen aan de orde gesteld. Gedachte hierbij is dat investeerders bij het overwegen van een investering in ASR rekening zullen houden met een mogelijke consolidatieslag in de Nederlandse verzekeringsmarkt en de potentiele premie die een overnamebod voor investeerders met zich mee kan brengen. Echter, de voorgestelde constructie biedt mogelijk ruimte om bij onderhandelingen een voor alle stakeholders betere transactie te realiseren. Een dergelijk

[79] De stichting continuïteit verwerft met het inroepen van de call-optie preferente aandelen en is vanaf dat moment aandeelhouder van ASR.

[80] Zo gebruiken ING Groep, Delta Lloyd, Van Lanschot Bankiers, NN Group (Nationale Nederlanden) en Aegon een stichting continuïteit (of vereniging) of iets vergelijkbaars.

[81] Een 'poison pill' is een beschermingsconstructie waarbij bestaande aandeelhouders het recht krijgen bij een ongewenst bod om bij een nieuwe aandelenemissie meer aandelen te kopen tegen een vooraf bepaalde korting, waardoor het aandelenbelang van de ongewenste bieder (die niet mag participeren in de emissie) wordt verwaterd en de kosten van een overname toenemen.

[82] Een 'staggered board' bestaat uit commissarissen met verschillende benoemingstermijnen (bijvoorbeeld 1, 3 en 5 jaar) waardoor het vervangen van commissarissen – en dus het werven van controle over een bedrijf – door een activistische aandeelhouder wordt bemoeilijkt.

[83] Algemeen belang vanuit de optiek van de aandeelhouder, R. Abma, WPNR, november 2014.

stichting maakt consolidatie immers geenszins onmogelijk, maar biedt wel tijdelijke bescherming tegen transacties die schade kunnen berokkenen aan de vennootschap en haar klanten. Voorts hebben alle Nederlandse beursgenoteerde verzekeraars een vergelijkbare beschermingsconstructie (inclusief recent genoteerde NN) waarbij er hiermee een gelijk speelveld wordt behouden.

In het verleden bestond er ook discussie over de mogelijke aanwezigheid van een zogenaamde 'Dutch discount' bij het gebruik van beschermingsmaatregelen in Nederland. Meer recent wordt hier nog maar weinig aan gerefereerd en er bestaat ook nauwelijks bewijs voor het aanwezig zijn van een dergelijke korting (dit is ook niet gezien bij de recente notering van NN).

Moment van activering

Met activering van de aan de stichting continuïteit verleende call-optie wordt bedoeld het moment waarop de stichting de call-optie daadwerkelijk kan uitoefenen. NLFI adviseert de stichting continuïteit bij aanvang van een IPO van ASR op te richten, bestuurders reeds te benoemen en de call-optie tot het nemen van de preferente aandelen aan de stichting te verlenen. Dit is zelfs wenselijk omdat potentiële investeerders zich dan vooraf een goed beeld kunnen vormen van (de inrichting van) de beschermingsconstructie. De stichting kan de call-optie zonder voorafgaande toestemming van NLFI pas activeren indien het resterende belang van NLFI kleiner of gelijk is aan een derde van het geplaatste aandelenkapitaal van ASR. Eerdere activering zonder instemming zou onwenselijk zijn omdat het ertoe kan leiden dat de stichting de controlerende zeggenschap verkrijgt terwijl de Staat nog een substantieel financieel belang in ASR heeft. Daarom adviseert NLFI de beschermingsconstructie bij ASR dusdanig vorm te geven dat zolang het belang van de Staat groter is dan een derde van het geplaatste kapitaal - en NLFI via de statutair vereiste gekwalificeerde meerderheid voor besluiten over belangrijke veranderingen in de identiteit of het karakter van ASR bescherming kan bieden - de stichting alleen tot activering van de call-optie kan overgaan ná voorafgaande goedkeuring van NLFI en de minister.

Effectiviteit (verklaring van geen bezwaar DNB)

De effectiviteit van een beschermingsstichting wordt deels bepaald door de vereiste toestemming van DNB hetgeen onzekerheid kan geven over de tijdige inzetbaarheid van het instrument. Indien een stichting continuïteit ASR bij een dreigende situatie de call-optie wil uitoefenen moet de stichting eerst een vvgb aanvragen bij DNB. Met het inroepen van de call-optie verkrijgt de stichting immers een gekwalificeerde meerderheid in een financiële instelling. De gehele procedure voor de vvgb-aanvraag mag in beginsel maximaal 62 werkdagen beslaan. Deze termijn kan met maximaal 30 werkdagen worden verlengd indien additionele informatie nodig is. De vraag is of de dreigende situatie waarvoor de stichting continuïteit de call-optie wil inroepen zich niet al verwezenlijkt heeft tegen de tijd dat de DNB mogelijk de vvgb heeft verleend. Naar het oordeel van NLFI is dit risico uiterst beperkt op basis van de onderstaande analyse.

Een dreigende situatie kan zich op twee manieren voordoen. Ofwel activistische aandeelhouders starten een campagne tegen ASR met het doel een bepaalde verandering in de strategie, de structuur of de leiding van de onderneming door te voeren of een partij - veelal een aandeelhouder van ASR die al een zeker belang heeft opgebouwd - kondigt een onwenselijk openbaar bod aan.

Indien een activistische aandeelhouder een strategisch onderwerp ter bespreking in de aandeelhoudersvergadering wil agenderen[84] kan de raad van bestuur van ASR zich beroepen op de wettelijke termijn van zestig dagen voorafgaand aan de algemene vergadering, die in acht moet worden genomen voor het indienen van een verzoek tot agendaring van een onderwerp. Ook kan

[84] Aandeelhouders kunnen dergelijke onderwerpen niet dwingend ter stemming agenderen voor een aandeelhoudersvergadering. Een dergelijk initiatiefrecht heeft alleen de raad van bestuur van een vennootschap.

de raad van bestuur een responstermijn van maximaal 180 dagen inroepen[85] (verwezen wordt naar de paragraaf inzake de responstermijn en rechten Ondernemingsraad in dit hoofdstuk). Deze termijn kan het bestuur gebruiken voor nader beraad en constructief overleg met de betrokken activistische aandeelhouders. Ondertussen kan de stichting continuïteit –bij voorkeur zo vroeg mogelijk de autorisatie voor een gekwalificeerde meerderheid bij de toezichthouder aanvragen.

Bij een dreigend ongewenst overnamebod is het eveneens van belang dat de stichting continuïteit zo spoedig mogelijk een goedkeuring voor een gekwalificeerde meerderheid aanvraagt. In de tijd dat deze aanvraagprocedure loopt zal ook de ongewenste bieder het proces van een openbaar overnamebod moeten doorlopen[86]. In de praktijk neemt een dergelijke procedure bij een ongewenst bod vaak meer dan tien weken in beslag. Voorts dient de bieder ook een vvgb bij de toezichthouder aan te vragen voor de overname / het geambieerde belang.

Naar het oordeel van NLFI betekent het voorgaande dat het risico dat de stichting niet op tijd haar toegevoegde waarde kan bieden uiterst beperkt is.

Werking van de stichting

Doel van het uitgeven van preferente aandelen aan een stichting continuïteit is om de zeggenschapsverhouding in de aandeelhoudersvergadering van de te beschermen vennootschap tijdelijk potentieel te kunnen beïnvloeden en daarmee de vennootschap te beschermen tegen ongewenste invloeden van buiten. Door uitgifte van preferente aandelen wordt verhinderd dat een partij die een openbaar bod heeft aangekondigd de controle in de betreffende vennootschap kan verwerven. Door de uitgifte van preferente aandelen verwatert het belang dat de ongewenste overnemer kan nemen. Om dit effect te bereiken wordt meestal geregeld dat de stichting - ten hoogste - 50% van de stemrechten mag verkrijgen[87]. Indien de stichting tenminste 30% van het stemrecht in een financiële instelling verkrijgt geldt in beginsel de biedplicht ingevolge de Wft. Dit zou de stichting verplichten een openbaar bod uit te brengen op de andere aandelen in de vennootschap. Dit zou uiteraard onwenselijk zijn. Daarom bevat de Wft voor beschermingsstichtingen een vrijstelling. Een voorwaarde om hiervoor in aanmerking te komen is dat de stichting continuïteit de aandelen niet langer dan twee jaar houdt. Gedurende deze periode kunnen de raad van bestuur en de raad van commissarissen zich vergewissen van de voornemens van de aandeelhouder die de onderneming wil overnemen en met hem overleggen over het beleid dat deze overnemende partij wil gaan voeren. Ook kan deze periode worden gebruikt om met (mede)aandeelhouders te overleggen en om alternatieven te onderzoeken[88]. De stichting kan er ook voor kiezen om maar 29,9% van de stemrechten te verkrijgen zodat de biedplicht niet van toepassing wordt. Dit kan in bepaalde omstandigheden voldoende zijn om een signaal af te geven aan een activistische aandeelhouder die bijvoorbeeld de raad van commissarissen wil ontslaan om vervolgens eigen mensen te benoemen. Dit is onder meer afhankelijk van de omvang van het belang van de activistische aandeelhouder.

Governance van de stichting

De Wft bepaalt dat een stichting continuïteit onafhankelijk moet zijn van de doelvennootschap, in dit geval ASR, om voor vrijstelling van de biedplicht in aanmerking te komen. Deze

---

[85] Best practice bepaling IV.4.4 jo. II.1.9 van de Nederlandse Corporate Governance Code bepaalt dat aandeelhouders een responstijd van 180 dagen in ogenschouw moeten nemen bij het agenderen van voorstellen die de strategie van de vennootschap kunnen doen wijzigen (bijvoorbeeld het ontslag van het bestuur of het opzeggen van het vertrouwen in de rvc). De Cryo-Save-uitspraak van de OK in september 2013 heeft aan deze bepaling een hoge status toegedicht, waardoor dit min of meer een wettelijke regel is geworden.

[86] De ongewenste bieder moet het bod aankondigen, dient een update over het voorgenomen bod uit te geven (het zogenaamde '4-weken bericht'), hij moet goedkeuring voor het biedingsbericht bij de Autoriteit Financiële Markten aanvragen, gevolgd door het uitbrengen van het biedingsbericht, waarna aandeelhouders gedurende een bepaalde periode de tijd krijgen om op het bod in te gaan.

[87] Vennootschap & Onderneming, juni 2008, nr. 6.

[88] De toelaatbaarheid van beschermingsconstructies bij beursvennootschappen, Mr. L.M. Mantel en Mr. F.G.K. Overkleeft, Vennootschap & Onderneming, afl. 10, 2009.

onafhankelijkheid ziet vooral op het bestuur van een stichting continuïteit. In de praktijk benoemt het bestuur van een stichting haar eigen bestuurders (coöptatie). Bij de samenstelling van het bestuur van de stichting continuïteit ASR zullen de in de wet opgenomen eisen van onafhankelijkheid strikt en zorgvuldig worden toegepast.

Responstermijn en rechten Ondernemingsraad

Naast een op te richten stichting continuïteit biedt het Nederlandse vennootschapsrecht enkele andere instrumenten die ASR zou kunnen inzetten om een zekere invloed uit te oefenen indien de verzekeraar wordt geconfronteerd met ongewenst aandeelhoudersactivisme.

Wanneer activistische aandeelhouders met ASR willen discussiëren over bijvoorbeeld de strategie of de leiding van de onderneming staat het hen vrij de vennootschap te verzoeken het onderwerp ter bespreking te agenderen voor de aandeelhoudersvergadering[89] . In dat geval kan het bestuur van de vennootschap zich beroepen op de wettelijke[90] termijn van 60 dagen voorafgaand aan de algemene vergadering, die in acht moet worden genomen voor het indienen van een verzoek tot agendering van een onderwerp. Indien het een onderwerp betreft dat kan leiden tot een wijziging van de strategie van de vennootschap, bijvoorbeeld door het opzeggen van het vertrouwen in de raad van commissarissen, dan kan de raad van bestuur zich ook beroepen de zogenaamde 'responstermijn' uit de Nederlandse Corporate Governance Code die door Nederlandse beursvennootschappen moet worden nageleefd. Best practice bepaling IV.4.4 jo. II.1.9 van de Nederlandse Corporate Governance Code bepaalt dat aandeelhouders een responstijd van 180 dagen in ogenschouw moeten nemen bij het agenderen van dergelijke strategische onderwerpen. Het inroepen van deze termijn geeft het bestuur van de vennootschap de tijd en gelegenheid zich te beraden op een eventuele reactie. Het bestuur moet de responstermijn gebruiken voor nader beraad en constructief overleg, in ieder geval met de betreffende aandeelhouders, en moet de alternatieven verkennen[91] .

Indien een openbaar bod op ASR wordt uitgebracht dat niet door de raad van bestuur en de raad van commissarissen wordt gesteund is er sprake van een onwenselijk openbaar bod. Het besluit van het bestuur om een bod niet te steunen is geen besluit waarvoor de OR een adviesplicht heeft, want het is een besluit om iets niet te doen. Dit is anders wanneer ASR aan de Ondernemingsraad (OR) een dergelijk adviesrecht expliciet zou toekennen. In dat geval zou de OR diens betrokkenheid in het overnameproces mogelijk kunnen vergroten door het adviesrecht uit te oefenen.

Ook kan onder druk van een activistische aandeelhouder door het bestuur een strategische wijziging ter stemming worden gebracht, bijvoorbeeld een fusie of een splitsing[92]. Dergelijke besluitvorming valt meestal onder het adviesrecht van de OR waarmee de OR diens betrokkenheid kan vergroten.

De OR heeft geen zelfstandig wettelijk recht tot het indienen van een enquêteverzoek bij de Ondernemingskamer. Hij kan dit wel krachtens de statuten of bij overeenkomst met de vennootschap toegekend krijgen. De enquêteprocedure richt zich in beginsel op het gedrag van de raad van bestuur of de raad van commissarissen, maar kan ook betrekking hebben op de aandeelhoudersvergadering. Over het algemeen heeft een (ongewenste) bieder al een belang opgebouwd in de vennootschap alvorens hij een openbaar bod uitbrengt. De OR zou met een

---

[89] Aandeelhouders kunnen dergelijke onderwerpen niet dwingend ter stemming agenderen voor een aandeelhoudersvergadering. Een dergelijk initiatiefrecht heeft alleen de raad van bestuur van een vennootschap.

[90] Artikel 2:114a Burgerlijk Wetboek.

[91] De Cryo-Save-uitspraak van de OK in september 2013 heeft aan deze bepaling een hoge status toegedicht, waardoor dit min of meer een wettelijke regel is geworden.

[92] Aandeelhouders kunnen dergelijke onderwerpen niet dwingend ter stemming agenderen voor een aandeelhoudersvergadering. Een dergelijk initiatiefrecht heeft alleen de raad van bestuur van een vennootschap.

dergelijk toegekend enquêterecht mogelijk kunnen trachten invloed uit te oefenen op het gedrag van de bieder en daarmee op het proces van een ongewenst openbaar bod.

ASR is bekend met deze mogelijkheden en NLFI vertrouwt erop dat ASR hier op een verstandige wijze mee zal omgaan.

Naar het oordeel van NLFI kan de op te richten stichting continuïteit ASR een goede (tijdelijke) bescherming bieden aan de continuïteit van ASR. Daarnaast kan NLFI zelf de nodige bescherming aan ASR bieden, mede door de vereiste gekwalificeerde meerderheid. NLFI adviseert geen aanvullende beschermingsmaatregelen voor ASR te treffen. Dit zou ook de waardering van ASR negatief kunnen beïnvloeden en potentiële investeerders kunnen afschrikken.

Stabiele aandeelhoudersbasis

Tijdens het Algemeen Overleg d.d. 27 november 2013 is veel aandacht besteed aan de wenselijkheid om een loyaliteitsdividend aan te bieden om (institutionele) langetermijnbeleggers aan te trekken. De verwachting daarbij is dat langetermijnaandeelhouders zich langer aan een vennootschap binden, zich meer verantwoordelijk gaan voelen voor het beleid, en daardoor zich actief zullen opstellen om langetermijnwaardecreacie te bevorderen. Ook zouden langetermijnaandeelhouders tegenwicht kunnen bieden aan aandeelhouders die zich vooral laten leiden door kortetermijnbelangen. Het belonen van langetermijnaandeelhouders met extra dividend (loyaliteitsdividend) zou e.e.a. bevorderen.

In het ABN AMRO advies, d.d. 22 mei 2015, staat een analyse van de mogelijke voor- en nadelen van loyaliteitsdividend. De conclusie van die analyse is dat er nog veel onduidelijk is. Er zal nog meer onderzoek naar de gevolgen van het invoeren van loyaliteitsdividend moeten worden gedaan om een uitspraak te kunnen doen over de wenselijkheid en over de wijze waarop een loyaliteitsprogramma het beste kan worden vormgegeven. Gezien de genoemde onzekerheden in het ABN AMRO advies, het gebrek aan interesse bij beleggers en de wens om zoveel mogelijk elementen van een IPO van ASR gelijk te laten lopen met de IPO van ABN AMRO, adviseert NLFI om loyaliteitsdividend bij een IPO van ASR niet in te voeren.

Alternatief voor binding van aandeelhouders?

In de juridische literatuur worden verschillende andere mogelijkheden voor een vennootschap beschreven die eraan kunnen bijdragen een groep aandeelhouders voor langere termijn aan zich te binden en een zekere stabiele aandeelhoudersbasis te creëren. Het belangrijkste is dat de vennootschap een duidelijke koers uitzet voor de lange termijn en een helder dividendbeleid voert. Dit kan ertoe leiden dat aandeelhouders ook de duurzaamheid van de aandeelhouderswaarde als doel van de vennootschap zien[93]. Van belang is voorts dat een constructieve dialoog tot stand wordt gebracht tussen de vennootschap en haar aandeelhouders en dat op transparante wijze verantwoording wordt afgelegd over het gevoerde en te voeren beleid. Een goede inzet van investor relations kan eraan bijdragen dat aandeelhouders vertrouwen in de vennootschap blijven houden. Aldus kan meer betrokkenheid worden gecreëerd en wordt kortetermijngerichtheid tegengegaan[94]. NLFI vertrouwt erop dat ASR deze mogelijkheden optimaal zal gebruiken.

---

[93] Loyaliteitsdividend bij beursvennootschappen: gerechtvaardigd?, Mr. S.F. de Beurs, Ondernemingsrecht en Financiering, 2011, blz. 9.

[94] Notitie belonen trouwe aandeelhouders, bijlage bij 31083, nr. 26 en Belonen van loyale aandeelhouders?, V. Dank. 2013, Tilburg, blz. 127.

Werknemersparticipatieplan

Bij IPO’s worden zo nu en dan werknemersparticipatieplannen aangeboden. Dergelijk plannen, waarin met name langdurig houderschap onder medewerkers wordt gestimuleerd door het geven van kortingen of het met voorrang toekennen van aandelen, kan bijdragen aan het creëren van een stabiele aandeelhoudersbasis en de interne betrokkenheid onderstrepen. U heeft eerder aangegeven dat, mocht er een voorstel komen voor een werknemersparticipatieplan bij de financiële instellingen in Staats eigendom, de noodzakelijke loonmatiging een belangrijke afweging in de beoordeling zal zijn. Inmiddels heeft NLFI verschillende mogelijkheden voor werknemersparticipatie verkend, ook in verband met de ABN AMRO IPO. Het toekennen bij een IPO van korting of een voorrangsbehandeling dan wel enig ander voordeel van welke aard dan ook aan medewerkers bij de aanschaf van aandelen kan worden gepercipieerd als een (onbedoelde) vorm van beloning. Dit lijkt NLFI niet passend in de huidige maatschappelijke context en dus ook niet wenselijk. Deze conclusie geldt ook voor de leden van de raad van bestuur. Indien bij een IPO van ASR aan particuliere beleggers de mogelijkheid wordt geboden om via de algemene plaatsing aandelen te kopen, dan staat het werknemers uiteraard vrij (voor zover van toepassing) ook zelf in te schrijven op aandelen.

Tranche voor particuliere beleggers

Belangrijk onderdeel van de uitwerking van het toewijzingsbeleid van de aandelen (‘allocatie-beleid’) betreft de vraag of, al dan niet actief, aan particuliere beleggers de mogelijkheid moet worden geboden om aandelen in ASR te kopen. Een overweging daarbij kan zijn om de toegankelijkheid van het publiek tot de aandelen ASR te maximaliseren en in die zin een ‘pricing tension’ en gelijk speelveld met professionele beleggers te creëren. Om dit te bereiken wordt meestal een breed opgezette marketingcampagne gestart specifiek gericht op de doelgroep van particuliere beleggers. Een dergelijke actieve benadering van particuliere beleggers om aandelen te kopen wordt ook wel een ‘retailtranche’ genoemd. Los van de kosten die hieraan verbonden kunnen zijn, spelen andere aandachtspunten een rol bij dit vraagstuk. Zo wordt in het rapport van Lord Myners naar aanleiding van de privatisering van Royal Mail (IPOs and Bookbuilding in Future HM Government Primary Share Disposals d.d. 16 december 2014) genoemd dat een retailtranche een beurstransactie aanzienlijk complexer en inflexibeler kan maken. Ook wordt erop gewezen dat niet alle te privatiseren ondernemingen zich lenen voor een retailtranche, bijvoorbeeld vanwege het risicoprofiel van de onderneming of de verwachting dat het rendement van de onderneming een schommelend patroon zou kunnen laten zien. Tegen deze achtergrond zou ook een meer passieve benadering van particuliere beleggers overwogen kunnen worden, waarbij deze beleggers weliswaar de mogelijkheid krijgen om via de algemene plaatsing aandelen ASR te kopen (al dan niet met het recht van gegarandeerde allocatie), maar zonder de inzet van een expliciete marketingcampagne of andere (financiële) prikkels die zouden kunnen aanzetten tot het kopen van aandelen.

Bijlage: reacties van de vennootschap en de OR